بسم الله الرحمن الرحيم



جامعة اليرموك

كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

قسم المحاسبة

"تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وأثرها على أداء وقيمة الشركة: دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في بورصة عمان"

"Agency Costs of Free Cash Flows and its Impact on the Performance and Value of a Company: An Empirical Study on Companies Listed on the Amman Stock Exchange"

إعداد

صفوان عبد الكريم الزيادات

إشراف الأستاذ الدكتور

ميشيل سويدان

الفصل الدراسي الأول 2014/2013

"تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وأثرها على أداء وقيمة الشركة: دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في بورصة عمان"

"Agency Costs of Free Cash Flows and its Impact on the Performance and Value of a Company: An Empirical Study on Companies Listed on the Amman Stock Exchange"

إعداد:

صفوان عبد الكريم الزيادات

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في تخصص المحاسبة في جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

أعضاء لجنة المناقشة:		التوقيع
الأستاذ الدكتور: ميشيل سعيد سويدان قسم المحاسبة/ جامعة اليرموك	مشرفاً ورئيساً	
الأستاذ الدكتور: أحمد محمد العمري قسم المحاسبة/ جامعة اليرموك	عضواً	
الأستاذ المساعد: ديمه أحمد درادكة قسم العلوم المالية والمصرفية/ جامعة اليرموك	عضواً	

2014

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَٰنِ الرَّحِيمِ

﴿ وَقُلِ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ وَسَتُرَدُّونَ إِلَىٰ عَالِمِ الْغَيْبِ وَالشَّهَادَةِ فَيُنَبِّئُكُم بِمَا كُنتُمْ تَعْمَلُونَ ﴿١٠٥﴾ ﴾

(سورة التوبة: 105)

الإهداء

إلى أمي ..... التي نورت درب نجاحي والتي لم تألُ جهداً في تربيتي

ومن علمتني وعانت الصعاب لأصل إلى ما أنا فيه

إلى أبي ..... من علمني النجاح والصبر إلى من افتقده في مواجهة

الصعاب ولم تمهله الدنيا لأرتوي من حنانه

إلى إخوتي ..... الذين يضيئون لي الطريق ويساندوني ويتنازلون

عن حقوقهم لإرضائي

لكم مني كل التجلي والاحترام

شكر وتقدير

لا يسعني إلا أن أتقدم بعميق شكري وتقديري لأستاذي الفاضل للدكتور ميشيل سويدان، لما أبداه من سعة صدر وتشجيع، حتى ظهر هذا البحث في شكله النهائي. كما وأنتهز هذه الفرصة الكريمة لأقدم أسمى آيات الشكر والعرفان لكل من تعاون وساهم في أدنى جهد قد بذله لإنتاج هذا العمل المتواضع.

والرسالة مدينة بالشيء الكثير للأساتذة الأفاضل في قسم المحاسبة، الذين زرعوا في نفسي بذور الجد والبحث، من اجل مزيد من المعرفة. كما اشكر أعضاء لجنة المناقشة على مناقشتهم للرسالة وتعاونهم في إبداء ملاحظاتهم القيمة.

قائمة المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

List of Abbreviations قائمة الاختصارات	
AC	Agency Costs تكاليف الوكالة
ASE	Amman Stock Exchange بورصة عمان
FASB	Financial Accounting Standards Board مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي
FCF	Free Cash Flows التدفقات النقدية الحرة
FIFO	First In, First Out Method طريقة الوارد أولاً صادر أولاً
IASB	International Accounting Standards Board مجلس معايير المحاسبة الدولية
LIFO	last-in, first-out Method طريقة الوارد اخيرا صادر أولاً
R&D	Research and Development Expenses مصاريف البحث والتطوير
SG&A	Selling, General and Administrative Expenses المصاريف الإدارية والعمومية والبيعية
VIF	Variance Inflation Factor معامل تضخم التباين

الملخص باللغة العربية

الزيادات،صفوان عبد الكريم، "تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وأثرها على أداء وقيمة الشركة: دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في بورصة عمان". رسالة ماجستير في المحاسبة بجامعة اليرموك لسنة 2014 . (اشراف أ.د ميشيل سويدان)

استهدفت هذه الدراسة معرفة طبيعة العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة، وتحديد اثر التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة على اداء وقيمة الشركة، وتكونت عينة الدراسة من (98) شركة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2011-2012)، واستخدمت الدراسة مؤشرات معدل دوران الاصول ونسبة المصاريف التشغيلية ونسبة المصاريف لإدارية والعمومية والبيعية لقياس تكاليف الوكالة وكذلك أسلوب الانحدار المتعدد لتحليل البيانات.

توصلت الدراسة الى وجود علاقة سلبية ذات دلالة احصائية بين التدفقات النقدية الحرة و تكاليف الوكالة، وان التدفقات النقدية الحرة تقلل من تكاليف الوكالة. كذلك توصلت الدراسة الى دليل يؤيد نظرية الوكالة وهو وجود علاقة سلبية ذات دلالة احصائية لتكاليف الوكالة على اداء الشركة. كما توصلت الدراسة الى وجود اثر ايجابي للتدفقات النقدية الحرة على قيمة الشركة والتي تم قياسها من خلال نسبة (Tobin's q). وتوصي الدراسة بضرورة مراقبة الشركات المدرجة في بورصة عمان لمستوى تكاليف الوكالة ومستوى التدفقات النقدية الحرة.

الكلمات المفتاحية: نظرية الوكالة، التدفقات النقدية الحرة، تكاليف الوكالة، أداء الشركة، قيمة الشركة.

الفصل الاول
الاطار العام للدراسة

ويتكون هذا الفصل مما يلي:

1.1 المقدمة

لقد نشأت مشكلة الوكالة جراء فصل ملكية الشركة عن الإدارة لذا فقد تتعارض مصالح كل منهما عن الأخرى، فالإدارة التي هدفها الأساسي منفعة المالكين وزيادة ثروتهم قد تقوم باتخاذ سياسات و إجراءات تختلف عن هدفها (Brigham and Ehrhardt,2008). وينتج عن مشكلة الوكالة تكاليف تؤدي إلى نقص ثروة المالكين وبطرق مختلفة وقد يكون ذلك بالاستهلاك المفرط أو عدم بذل الجهد المطلوب (Shirking Behavior) واختيار مشاريع تحقيق المنافع الذاتية (Wang,2010)، ونتيجة للأزمة العالمية وما صاحبها من انهيار لكثير من الشركات الكبرى في العالم والذي يعزيه الكثير من الباحثين إلى مشكلة الاختلال الأخلاقي (Moral Hazard) تتجلى أهمية نظرية الوكالة والمفاهيم التي ترتكز عليها من تعارض المصالح بين المالكين والإدارة، وتسعى نظرية الوكالة إلى التوفيق بين السلوك الإداري ومصلحة المساهمين مما يؤدي إلى تقليل التكاليف الناتجة عن علاقة الوكالة.

وقد أشار(Jensen,1986) إلى إن الشركات التي تمتلك مستوى مرتفع من التدفقات النقدية الحرة تكون عرضة لارتفاع مستوى تكاليف الوكالة ومن الممكن أن تستخدمها لمنافع ذاتية أو تهدرها في مشاريع عوائدها أقل من تكلفة رأس المال، وبذلك فإن التدفقات النقدية الحرة الفائضة عن القيمة الحالية لتمويل مشاريع المنشأة تزيد من تعارض المصالح بين الإدارة والمالكين بحيث يؤدي احتفاظ الإدارة بمستوى مرتفع من التدفقات النقدية الحرة إلى ارتفاع تكاليف الوكالة ويجب على هذه الشركات زيادة نسبة التوزيعات النقدية أو شراء أسهم الخزينة (Treasury Stock) من أجل دفع كميات النقد الحر الحالي والذي كان من الممكن إهداره أو استخدامه في مشاريع ذات عوائد قليلة.

إن ما تفترضه نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة من تكبد المنشآت لخسائر ناجمة عن إساءة الاستخدام وحدوث مشكلة الإفراط في الاستثمار(Overinvestment Problem) يؤدي إلى التأثير سلبيا على مؤشرات الأداء التشغيلي والمالي وقيمة الشركة، لذلك اقترحت آليات للتخلص من التدفقات النقدية الفائضة، وعلى العكس مما تتوقعه نظرية التدفقات النقدية الحرة جاءت نظرية الفرص الاستثمارية والتي تفند وجود مثل هذه العلاقة وتفترض وجود علاقة مباشرة بين تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وجدوى الفرص الاستثمارية المتاحة للمنشأة حيث تزداد التكلفة كلما قلت جدوى الفرص الاستثمارية وارتفع مستوى التدفقات النقدية الحرة، كما وتفترض أن الاحتفاظ بمستويات منخفضة من التدفقات النقدية الحرة يؤدي الى مشكلة نقص الاستثمار (Underinvestment Problem) (Chang et al. , 2007).

وفي ظل عدم التوافق في نتائج الدراسات السابقة جاءت هذه الدراسة لاختبار صلاحية نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في ظروف السوق المالي الأردني وفي ظل زيادة الطلب على أدوات التحكم المؤسسي وحماية المستثمر بشكل سريع وكبير.

2.1 مشكلة الدراسة

تنعكس التدفقات النقدية الحرة على كثير من المؤشرات المالية للشركة مثل قدرة المنشأة على سداد الديون ودفع التوزيعات النقدية واستغلال الفرص الاستثمارية، إلا أن التدفقات النقدية الحرة عرضة للاستغلال الخاطئ من قبل الإدارة، تنشأ مشكلة الدراسة من عدم معرفتنا لمدى اثر التدفقات النقدية الحرة على تكاليف الوكالة، وأثر كل منهما على أداء وقيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان. ويمكن التعبير عن مشكلة الدراسة من خلال طرح الأسئلة التالية:

1. هل توجد علاقة بين التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة عمان؟
2. ما هو أثر التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة على الأداء التشغيلي للشركات المدرجة في بورصة عمان؟
3. ما هو أثر التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة على قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان؟

3.1 أهداف الدراسة

تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

1. معرفة طبيعة العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة في الشركات المدرجة في بورصة عمان.
2. تحديد أثر التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة على الأداء التشغيلي للشركات المدرجة في بورصة عمان.
3. تحديد أثر التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة على قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان.

4.1 أهمية الدراسة

تنبع أهمية الدراسة من العوامل التالية:

1. تناولت قواعد البيانات الأجنبية موضوع الدراسة الحالية بشكل موسع ومتكرر، بينما يلاحظ أن هناك ندرة في الدراسات العربية التي تناولت الموضوع والأردنية منها خصوصا، لذا من المأمول أن تزيد هذه الدراسة معرفتنا حول أثر التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة على أداء الشركات، وذلك بالتطبيق على الشركات المدرجة في بورصة عمان. كما وتجدر

الإشارة أن هذه الدراسة تندرج تحت النظرية الإيجابية في المحاسبة (Positive Accounting Theory) والتي تحاول تفسير الظواهر بدلاً من الاكتفاء بوصفها.

2. يلاحظ في ظل سوق مالي ناشئ مثل السوق الأردني والذي تتركز ملكية الشركات فيه على عدد محصور من المستثمرين مما قد يشير إلى وجود تكاليف وكالة مرتفعة، لذا تنبع أهمية الدراسة من محاولتها تسليط الضوء على اثر التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة على مؤشرات الأداء التشغيلي وقيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان، وبذلك تساعد مجالس إدارات الشركات في تبني سياسات مالية حريصة على تخفيض هذه التكاليف (مثال ذلك سياسات توزيعات الأرباح والتمويل بالدين).

5.1 فرضيات الدراسة

واستناداً إلى نظرية الوكالة تم صياغة فرضيات الدراسة، وتنص هذه الفرضيات على ما يلي:

أولا:- الفرضية الأولى 1H: توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة للشركات المدرجة في بورصة عمان.

ثانياً:- الفرضية الثانية 2H: توجد علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة والأداء التشغيلي للشركات المدرجة في بورصة عمان.

ثالثاً:- الفرضية الثالثة 3H: توجد علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين تكاليف الوكالة والأداء التشغيلي للشركات المدرجة في بورصة عمان.

رابعاً:- الفرضية الرابعة 4H: توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة وقيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان.

خامساً- الفرضية الخامسة 5H: توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تكاليف الوكالة وقيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان.

6.1 خطة الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة تم تقسيم الدراسة إلى ستة فصول، الفصل الأول (الإطار العام للدراسة) ويحتوي على المقدمة، مشكلة الدراسة، أهدافها، أهميتها، وخطة الدراسة. والفصل الثاني (الإطار النظري) ويحتوي على خمس محاور رئيسية وهي التدفقات النقدية الحرة، نظرية الوكالة، تكاليف الوكالة، نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، العوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة.

أما الفصل الثالث (الدراسات السابقة وفرضيات الدراسة) يتضمن الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة والتي تم تقسيمها إلى قسمين القسم الأول للدراسات الأجنبية، والقسم الثاني الدراسات العربية كما ويحتوي الفصل على فرضيات الدراسة وما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة. والفصل الرابع (منهجية الدراسة) ويحتوي على مجتمع وعينة الدراسة ومتغيرات الدراسة وقياس متغيرات الدراسة، وكذلك مصادر وطرق جمع البيانات ونماذج الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة.

والفصل الخامس (تحليل البيانات واختبار فرضيات الدراسة) ويتكون هذا الفصل من تحليل البيانات ونتائج اختبار فرضيات الدراسة. أما الفصل السادس (النتائج والتوصيات) ويحتوي على ملخص لنتائج الدراسة وتوصيات الدراسة.

الفصل الثاني
الإطار النظري

يتكون هذا الفصل من :

1.2 التدفقات النقدية الحرة.

1.1.2 مفهوم التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flow)

2.1.2 أنواع التدفقات النقدية

3.1.2 أنواع التدفقات النقدية الحرة

4.1.2 مبررات احتفاظ الإدارة بالتدفقات النقدية الحرة

5.1.2 أهمية التدفقات النقدية الحرة

6.1.2 طرق احتساب التدفقات النقدية الحرة

7.1.2 نموذج التدفقات النقدية الحرة لتقييم الشركة (Corporate Valuation Model)

2.2 نظرية الوكالة.

1.2.2 مفهوم نظرية الوكالة وتطوره.

2.2.2 مصادر تعارض المصالح بين المالكين والمديرين.

3.2.2 مداخل إلى نظرية الوكالة.

4.2.2 أهمية نظرية الوكالة.

5.2.2 علاقة نظرية الوكالة بنظرية المحاسبة.

6.2.2 الانتقادات الموجهة لنظرية الوكالة.

3.2 تكاليف الوكالة.

4.2 تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة.

5.2 عوامل تؤثر على تكاليف الوكالة.

1.5.2 آليات للسيطرة على تكاليف الوكالة (Mechanism To Control Agency Cost).

1.1.5.2 هيكل رأس المال (Capital Structure).

2.1.5.2 هيكل الملكية (Ownership Structure).

المقدمة

في هذا الفصل يتطرق الباحث إلى مفهوم التدفقات النقدية الحرة وأنواعها وأهميتها ومبررات الإدارة للاحتفاظ بالتدفقات النقدية الحرة وطرق احتسابها، كما ويبحث في نظرية الوكالة والافتراضات التي تقوم عليها ومصادر تعارض المصالح في الشركة والانتقادات وأوجه القصور في نظرية الوكالة، ويضاف إلى ذلك تكاليف الوكالة وأنواعها، ونظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة ومفهومها وتأثيراتها، والعوامل المؤثرة على تكاليف الوكالة، وأداء وقيمة الشركة من وجهه نظر نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، لذلك يتضمن هذا الفصل المواضيع التالية وبحسب تسلسلها:

1.2 التدفقات النقدية الحرة

1.1.2 مفهوم التدفقات النقدية الحرة (Free cash flow)

لقد عرفت التدفقات النقدية الحرة في القوائم المالية المفصح عنها بأسماء عديدة منها التدفقات النقدية الفائضة (Excess Cash Flow) والتدفقات النقدية القابلة للتوزيع (Distributable Cash Flow) (Adhikari and Duru,2006,P316)، وكان أول من استخدم مصطلح التدفقات النقدية الحرة في الأدب المالي والمحاسبي (Jensen,1986,P323)

حيث عرفها على أنها التدفقات النقدية الفائضة عن ما هو مطلوب لتمويل مشاريع قيمتها الحالية موجبة عند خصمها بتكلفة رأس المال، إلا إن هذا التعريف يصعب تطبيقه محاسبيا لأن المشاريع المستقبلية ومعدل الخصم المستقبلي المناسب لا يمكن تحديدهما بسهولة (Junhong,2011,P80) (Gul,2001,P485)، وبالرغم من أهميتها إلا إن الدراسات لم تجمع على تعريف موحد للتدفقات النقدية الحرة واستخدمت الشركات في إفصاحها عن التدفقات النقدية الحرة تعريفات مختلفة للمصطلح، كما وتنوع تعريفها بحسب القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.

وأشار كل من (Lehn and Poulsen,1989) إلى إن التدفقات النقدية الحرة هي صافي الدخل التشغيلي قبل الاهتلاك مطروح منة ضريبة الدخل والفوائد والتوزيعات النقدية للأسهم الممتازة والعادية، مما دعا إلى انتقاد هذا التعريف لقلة التسويات للدخل التشغيلي لمعادلة الآثار المحاسبية المترتبة على استخدام أساس الاستحقاق (Lang et al., 1991,PP. 319-329). كما وعرفها (Hackel and Livnat,1996,P34) على أنها النقد المتولد من التشغيل والذي من الممكن للشركة توزيعه على المساهمين دون أن يتأثر المستوى الحالي للنمو والقيمة السوقية للشركة.

وعرفها (Bhattacharya et. al.,2003,P292) بأنها التدفقات النقدية من الأصول الموجودة (Assets on Place) مطروحا منها النفقات الاستثمارية، وذهب البعض (Prinsloo and Rosenberg,2004,P12) إلى أن التدفقات النقدية الحرة هي صافي الدخل التشغيلي بعد الضريبة مضافا إليه التسويات غير النقدية التي تظهر في قائمة التدفقات النقدية مطروحا منه الاستثمار الإجمالي في رأس المال التشغيلي (أي الزيادة في كل من الأصول التشغيلية ورأس المال العامل)، كذلك عرفا التدفقات النقدية الحرة أيضاً على أنها التدفق النقدي

المتاح توزيعه على ممولي المشروع بعد طرح جميع الاستثمارات في الأصول الثابتة وما هو ضروري من رأس المال العامل لاستمرار التشغيل، وهي بذلك النقد المتاح لدفع:

1. الفوائد والتوزيعات النقدية.
2. وتسديد الديون وإعادة شراء الأسهم.
3. وشراء الأوراق المالية والأصول غير التشغيلية.

بينما ذهب (Weiss and Yang,2007,P30) إلى أن التدفقات النقدية الحرة هي النقد الذي لا يوجد على استخدامه قيود ومتاح لأي هدف وفي أي وقت.

وتجدر الإشارة إلى إن مجلس معايير المحاسبة الدولي (IASB) ومجلس معايير المحاسبة المالي الأمريكي (FASB) لم تلزم الشركات بالإفصاح عن التدفقات النقدية الحرة، ولم تصدر معيار حول التدفقات النقدية الحرة؛ مما أدى إلى اختلاف الإفصاح الطوعي عن التدفقات النقدية الحرة في القوائم المالية بين الشركات واختلاف تعريف المصطلح من مستخدمي القوائم المالية أيضاً؛ وهذا بدوره يؤدي إلى صعوبة المقارنة (Comparability Problem) بين الشركات التي تستخدم تعريفات مختلفة للتدفقات النقدية الحرة، كما ويؤدي إلى عدم وجود الاتساق (Consistency Problem) بحيث تستخدم الشركة تعريفات مختلفة للتدفقات النقدية الحرة عبر أوقات زمنية مختلفة (Mills et al.,2002,P38).

2.1.2 أنواع التدفقات النقدية

تعدد استخدام مصطلح التدفقات النقدية في النصوص المالية والمحاسبة ولكل من هذه المصطلحات دلالات ومؤشرات محددة، منها التدفقات النقدية المحاسبية، والتدفقات النقدية

المتاحة للملكية، و التدفقات النقدية الحرة، والتدفقات النقدية الرأسمالية، ويمكن تعريف هذه المصطلحات كما يلي (Fernandez,2013,PP. 2-3):

1. التدفقات النقدية المحاسبية: وهي صافي الدخل بعد الضريبة مضافا إليه الاهتلاك.
2. التدفقات النقدية المتاحة للملكية: وهي النقد الذي يذهب من أرصدة الشركة إلى جيوب المساهمين بعد دفع الضريبة والمتطلبات الاستثمارية والزيادة الضرورية في رأس المال العامل ودفع المصاريف المالية وتسديد أقساط الديون وقبض الديون الجديدة، كذلك هو النقد المدفوع من الشركة للمساهمين سواء كان توزيعات نقدية أو إعادة شراء للأسهم.
3. التدفقات النقدية الحرة: وهي التدفق النقدي من العمليات التشغيلية بعد الضريبة مع تجاهل مستوى الدين للشركة وذلك من خلال تجنب طرح مصارف الفائدة من التدفقات النقدية.
4. التدفقات النقدية الرأسمالية: وهي الأموال المتاحة للدائنين بالإضافة إلى التدفقات النقدية المتاحة للملكية، وتشمل التدفقات النقدية المتاحة للدائنين والفوائد المدفوعة مضاف إليها ما هو مدفوع لسداد أصل الدين (أو طرح الزيادة في أصل الدين).

3.1.2 أنواع التدفقات النقدية الحرة.

تتعدد أنواع التدفقات النقدية الحرة، ويوضح الشكل رقم (2-1) أنواع التدفقات النقدية الحرة ولكل منها دلالات واستخدامات محددة، ومن أهمها:

1. التدفقات النقدية الحرة المتاحة للشركة (Free Cash Flow to Firm).

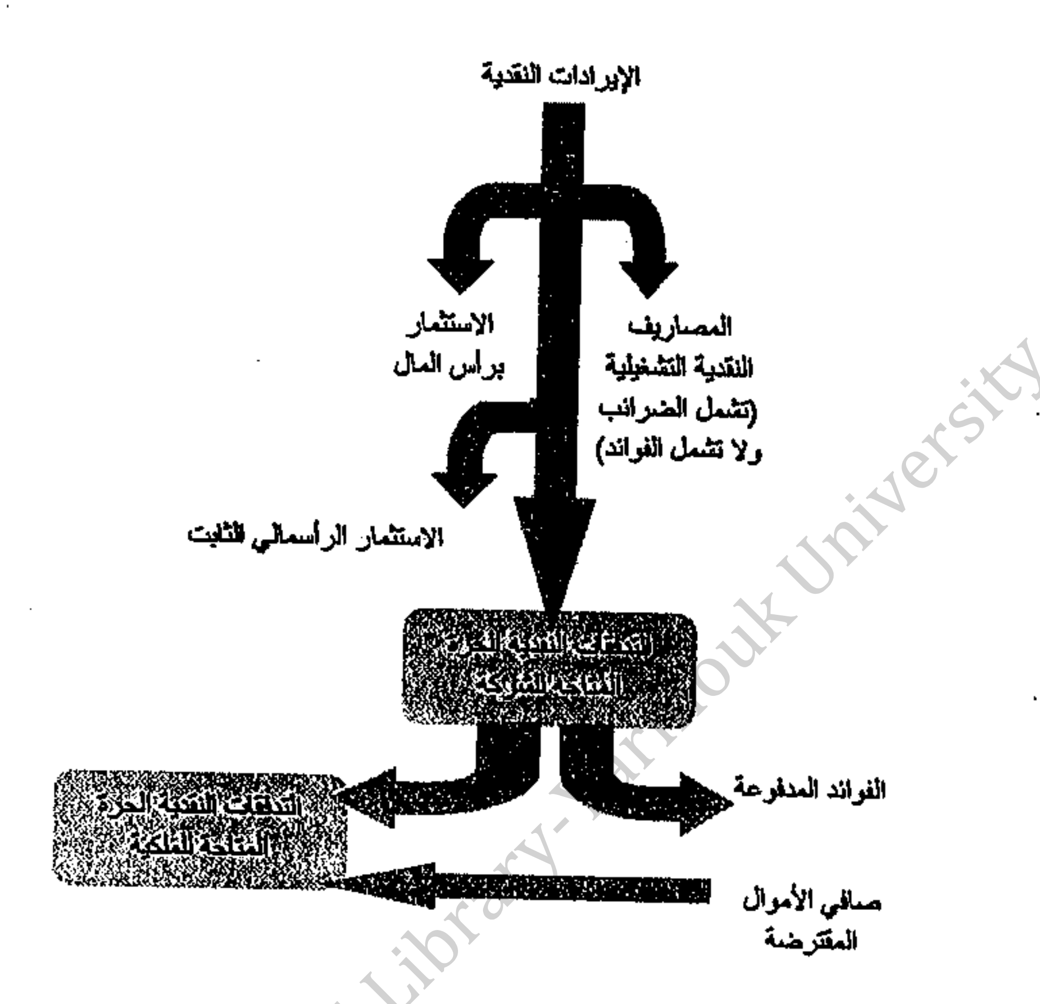
وتعرف أيضاً بالتدفقات النقدية الحرة البسيطة (Simply Free Cash Flows) وهي التدفقات النقدية التشغيلية مطروحا منها الاستثمار في الأصول التشغيلية (Subramanyam

and Wild,2009,P41). ويهتم الدائنين بالتدفقات النقدية الحرة المتاحة للشركة، لقدرتها التنبؤية في تحديد مقدره الشركة على خدمة ديونها ودفع الفوائد، كذلك إذا ما كان من الأفضل للشركة تسديد ديونها أو زيادة حجم الدين .Schweser,2008,PP) .197-198)

2. التدفقات النقدية الحرة المتاحة للملكية (Free Cash Flow to Equity).

وهي التدفقات النقدية من التشغيل (بعد طرح مصاريف وإيرادات الفوائد) مطروح منها النفقات الرأسمالية ومضافا إليها الزيادة في الدين (أو طرح النقص في الدين)، وتمثل التدفقات النقدية المتاحة للمستثمرين المالكين Subramanyam and) .Wild,2009,P41)

الشكل رقم (2-1) أنواع التدفقات النقدية الحرة



(Schweser,2008,P198)

4.1.2 مبررات احتفاظ الإدارة بالتدفقات النقدية الحرة

تحتفظ إدارة الشركة بمستوى محدد من التدفقات النقدية الحرة من أجل تلبية المتطلبات الاستثمارية ومن الممكن تحديد مبررات احتفاظ الشركة بالتدفقات النقدية الحرة بما يلي :(Rettl, 2012,P4)

1. ارتفاع تكاليف التمويل الخارجي بسبب ارتفاع تكاليف الإصدار، كما أن الوصول إلى أسواق رأس المال يكبد الشركة مصاريف مباشرة مثل عمولات ضامن الاكتتاب (Underwriter Commissions) وأتعاب قانونية (Legal Fees) ومصاريف أخرى تتعلق بإعداد التقارير الرقابية. وتجدر الإشارة إلى إن السياسة النقدية المثلى لتمويل

المشاريع الجديدة هي المفاضلة بين الدخل المتأتي من استخدام الدين (الوفر الضريبي) وتكاليف إصدار الديون.

2. يستوجب على المديرين من منظور الكفاءة (Efficiency Perspective) الاحتفاظ بأرصدة نقدية لتمويل متطلبات الاحتياجات المستقبلية الطارئة.

5.1.2 أهمية التدفقات النقدية الحرة

للتدفقات النقدية الحرة أهمية بالغة، وينعكس مستوى التدفقات النقدية الحرة على الأداء المالي والتشغيلي المستقبلي للشركة مما يودي إلى تحسين جودة القرار الإداري والاستثماري، وتتلخص أهمية التدفقات النقدية الحرة بما يلي (Weiss and Yang, 2007,P30):

1. تتيح التدفقات النقدية الحرة للشركة تحقيق الفرص الاستثمارية، وتعظيم قيمة المساهمين، وزيادة التوزيعات النقدية، وتطوير منتجات جديدة، وتسديد الدين وإعادة شراء الأسهم.
2. يعد الكثير من مستخدمي القوائم المالية التدفقات النقدية الحرة مؤشر نقدي مهم، ومن خلال الاطلاع على الظروف الخاصة بالشركة والقطاع الذي تنتمي إلية قد ينظر مستخدمو القوائم المالية إلى ارتفاع مستوى التدفقات النقدية الحرة لبعض الشركات كمؤشر إيجابي للنمو المستمر، بينما ينظر لارتفاع مستوى التدفقات النقدية الحرة لشركات أخرى على أنه مؤشر سلبي على الأداء.
3. تحتوي الأرباح التقليدية التي تفصح عنها الشركات في القوائم المالية على بنود مثل التوزيعات النقدية والتوسعات (Expansions) ومخصصات الطوارئ

(Contingencies) والتدفقات النقدية الحرة لا تحتوي مثل هذه البنود لذلك تكون أكثر ملائمة للأغراض الإدارية.

6.1.2 طرق احتساب التدفقات النقدية الحرة .

اختلفت طرق احتساب التدفقات النقدية الحرة وذلك باختلاف التعريفات المستخدمة للمصطلح واختلاف الأهداف والمستخدمين، ويمكن احتساب التدفقات النقدية الحرة من منظورين رئيسين وهما المنظور التشغيلي، والمنظور التمويلي، بحيث إن كل منهما يؤدي إلى نفس الناتج في احتساب التدفقات النقدية الحرة (Prinsloo and Rosenberg, 2004,P12):

1. احتساب التدفقات النقدية الحرة من المنظور التشغيلي (Operating Perspective)، وذلك على النحو التالي:

	xxx	الدخل بعد الضريبة
+	xxx	الفوائد بعد الضريبة
	xxx	صافي الدخل التشغيلي بعد الضريبة
+	xxx	بنود غير نقدية من الدخل التشغيلي بعد الضريبة
=	xxx	التدفق النقدي التشغيلي
–	xxx	النفقات الرأسمالية
	xxx	الزيادة في رأس المال العامل
=	xxx	التدفقات النقدية الحرة

2. احتساب التدفقات النقدية الحرة من منظور تمويلي (Financing Perspective)، وذلك على النحو التالي:

	xxx	الزيادة في النقد أو ما يساويه
+/(–)	xxx	النقص/(الزيادة) في الديون طويلة الأجل
	xxx	النقص/(الزيادة) في الأسهم الممتازة

xxx النقص/(الزيادة) في الأسهم العادية

xxx التوزيعات النقدية

xxx الفوائد بعد الضريبة

- التدفقات النقدية الحرة

ومن الممكن تسوية التدفقات النقدية الحرة محاسبيا عبر بنود مختلفة بحيث تصبح المعلومات ملائمة للمستخدمين وتزيد من قابليتها للمقارنة، وتؤثر هذه التسويات بالمنافع المكتسبة من المعلومات التي تقدمها التدفقات النقدية الحرة (Weiss et al., 2007,P31).

7.1.2 نموذج التدفقات النقدية الحرة لتقييم الشركات (Corporate Valuation Model)

يفترض النموذج أن قيمة الشركة هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة المستقبلية المتاحة للملكية (Gentry el. al,2002,p1)، ويتميز هذا النموذج عن غيره من النماذج التي تعنى بقياس قيمة الشركة بالنقاط التالية (-PP.249, Beneda,2003250) (Prinsloo and Rosenberg,2004,P13):

1. يأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود.
2. لا يتأثر بالطرق والمعالجات المحاسبية المختلفة وبذلك تكون المعلومات التي يقدمها أكثر قابلية للمقارنة من المعلومات التي تقدمها الأرباح التقليدية عبر الأسواق والدول المختلفة.
3. يعد النموذج الأكثر مصداقية وفعالية في تفسير عوامل النمو والمخاطرة والعوائد المتوقعة وبذلك يلائم النموذج أهداف المؤسسات الاستثمارية التي تهتم بآفاق زمنية طويلة الأجل.
4. يعد النموذج الأكثر قدرة على تقييم الشركات التي لا توزع أرباحا، والتي تحتفظ بالنقد من اجل شراء الأسهم (Stock Buyback).

5. يلائم النموذج تقييم الشركات التي في مرحلة النمو وتمتلك فرص استثمارية بحيث تؤجل هذه الشركات دفع التوزيعات النقدية.
6. يركز النموذج على قياس القدرة التشغيلية للشركة من خلال احتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة المستقبلية والمتوقعة وذلك عند خصمها بنسبة تكلفة رأس المال.
7. يستطيع النموذج الفصل بين النشاط التشغيلي وغير التشغيلي للشركة.
8. تستطيع الشركة استخدامه في تقييم الوحدات والمشاريع الداخلية.
9. يلائم النموذج تقييم الشركات التي تحقق خسائر في أوقات محددة وتكون قادرة على تحقيق أرباح في المستقبل.

2.2 نظرية الوكالة (Agency Theory)

1.2.2 مفهوم نظرية الوكالة وتطورها

لاحظ (Smith, 1776) عدم الكفاءة والإهدار في الشركات المساهمة العامة وأن المدير المستأجر لا يهتم بالشركة مثل المدير المالك (Brush et al.,2000,P455)، ونشأت (Berle and Means,1932) نظرية اختلاف المصالح بين مالكي ومديري المنشأة (The Divergence of Interest Between Ownership and Control)، وبالرغم من تعدد أصحاب المصالح في الشركة إلا أن المالك يبقى صاحب المصلحة الرئيسي. ونتيجة فصل ملكية الشركة عن إدارتها أصبحت السلطة الفعلية والقانونية لمدير المشروع الذي تتعارض مصالحة الشخصية مثل (الثروة واعتبارات أخرى متعلقة بالنفوذ) مع مصالح المالك مثل (زيادة أرباح الشركة بمستوى معقول من المخاطرة، وتوزيعها على المالكين، والمحافظة على القيمة السوقية

العادلة لسعر السهم، بالإضافة إلى مصالح ثانوية أخرى مثل حق الاسترداد(Redemption (Right)) (Berle and Means, 1932,PP.113-114).

وقد عرف كل من (Jensen and Meckling,1976,PP.308-p309) الوكالة بأنها عقد يقوم بموجبة شخص أو أكثر (الأصيل) بتفويض شخص آخر وهو (الوكيل) بأداء الخدمات واتخاذ القرارات نيابة عنه، وركزا على الجوانب المعيارية لعلاقة الوكالة التي يفترضا أنها الجوهر الأساسي للشركة والتي تحكم جميع الإطراف من (عمال وموردين ودائنين) ويهدف كل طرف منها الى تعظيم ثروته الخاصة؛ مما يؤدي إلى عدم تصرف الوكيل دائما لمصلحة الأصيل.

وعرف (Eiesenhardt,1989,P63) الوكالة على أنها اختلاف أهداف وأذواق أشخاص تربطهم تعاملات مشتركة، وجوهرها تفويض الأصيل (السلطة) للوكيل للعمل نيابة عنه وهذا التفويض يعطي الوكيل فرصة لتحقيق مصالحه الخاصة (الثروة) على حساب مصلحة الأصيل (الثروة). وتتميز العلاقة بين المالك والمدير على أنها علاقة وكالة خالصة (Pure Agency Relationship) حيث يصبح فيها المالك الطرف الأصيل في علاقة الوكالة بموجب عقد مع المدير الذي يصبح الطرف الوكيل ويقبل مسؤولية إدارة الاستثمار مقابل منافع كبيرة بالمقارنة مع الفرص البديلة المتوفرة كما أنه مسؤول أخلاقيا عن زيادة منفعة المالك (Davis et al., 1997,P22).

وتهدف نظرية الوكالة إلى تحليل الأنظمة المؤسسية من حيث الجهات الفردية الفاعلة المكونة لها (Donaldson, 1990,P371)، كما وتسعى إلى تحديد العقود الأكثر كفاءة في تنظيم العلاقة بين (الأصيل) و(الوكيل) وتحدد افتراضات حول الأشخاص

(المنافع الشخصية والعقلانية المحدودة وتجنب المخاطر) والشركات (تعارض الأهداف بين أفراد الشركة) والمعلومات (المعلومات سلعة من الممكن شراؤها)، ويعد العقد الذي يحكم العلاقة بين الأصيل والوكيل وحدة التحليل في نظرية الوكالة.

2.2.2 مصادر تعارض المصالح بين المالكين والمديرين

تحدد العقود الأساسية في الشركة المخاطر التي يتعرض لها كل من المالكين والمديرين، حيث تحد من المخاطر التي يتعرض لها المديرون من خلال تحديد أجور ومكافآت ثابتة، ويتحمل المالكين مخاطر الفرق ما بين التدفقات النقدية المتوقعة والأجور والمكافآت الثابتة التي يتقاضاها المديرون. كذلك تحدد هذه العقود العلاقة الأساسية بين المالكين (الذين يتحملون المخاطر المحتملة) والمديرين (متخذي القرارات)، وعندما يجمع المديرون بين مهام اتخاذ القرارات ومهام مراقبة القرارات يفرض المالكين قيود تحد من قدرة المديرين على اتخاذ القرارات(Fama and Jensen, 1983,PP.201-p204) .

وينشأ تعارض المصالح عند إصدار قرارات وتنفيذها من قبل مديرين هم ليسوا مالكين، وبالتالي لا تتأثر ثروتهم الخاصة بهذه القرارات. وعند عدم وجود عقود صريحة تحمي مصالح المالكين يتم الاعتماد على مراقبة أدوات صنع القرار لضمان عدم تعارض المصالح بين المالكين والمديرين (Heath,2009,p497)، وتتلخص مصادر تعارض المصالح بين المديرين والمالكين في ما يلي (Jensen and Smith, 1985):

1. الجهود الإضافية التي يبذلها المديرون، والتي تهدف إلى تحسين أداء الشركة وتعظيم قيمتها قد تؤثر سلبا على الأداء.

2. الاختلافات في تفضيل تحمل المخاطر بين المالكين والمديرين، بحيث يختلف موقف كل منهما اتجاه المخاطر، هذا وقد يسعى المديرون إلى تجنب المخاطر التي من الممكن تنويعها نتيجة لقلقهم اتجاه التغير في قيمة رأس المال البشري (Human Capital) للشركة.

3. الاختلافات في تفضيل الآفاق الزمنية للتدفقات النقدية بين المالكين والمديرين، بحيث يهتم المديرون بالتدفقات النقدية في فترة عملهم في الشركة، كما ويهتمون بتقاضيهم للأجور والمكافآت، بينما يكون اهتمام المالكين في التدفقات النقدية المستقبلية غير المنتهية.

وتهدف نظرية الوكالة لحل المشاكل المترتبة على علاقات الوكالة وهي (Eiesenhardt,1989,p58):

1. المشكلة الأولى تظهر عند:

أ- اختلاف الأهداف والرغبات بين المالكين والمديرين.

ب- صعوبة وتكلفة معرفة المالكين لتصرفات المديرين.

2. المشاركة في المخاطرة (Risk Sharing): وتنشا عندما يختلف موقف (الأصيل) و (الوكيل) اتجاه المخاطرة مما يؤدي إلى تفضيل الأصيل والوكيل لإجراءات مختلفة نتيجة الاختلاف في تفضيل المخاطرة.

وفي هذا المجال عرف (Fama,1980,p289) الشركة بأنها فريق يعمل أعضاؤه من أجل المصلحة الذاتية مدركين أن مصيرهم يعتمد إلى حد كبير على بقاء الفريق بالمنافسة مع الفرق الأخرى، ووصف (Jensen, 1994,p2) الشركة بالصندوق

الأسود (Black Box)؛ لأن سلوك أعضائها لا يؤدي إلى تعظيم ثروتها وذلك بسبب تعارض المصالح بين المشاركين.

3.2.2 مداخل إلى نظرية الوكالة

ويمكن دراسة نظرية الوكالة من خلال مدخلين رئيسيين كل منهما يتناول المشكلة التعاقدية بين الأطراف المختلفة المهتمة بزيادة منافعها الذاتية وهما:

المدخل الأول: المدخل الوضعي أو الإيجابي لنظرية الوكالة (Positivist Agency Theory)

ويركز المدخل على اختبار تأثير الإبعاد المحتملة والإضافية (Additional Aspects) للبيئة التعاقدية (Contracting Environment) وأدوات الرقابة والضمان على عوامل كثيرة من صياغة العقود واستمرارية الشركة والكثافة الرأسمالية (Capital Intensity)؛ وتكلفة المعلومات والأسواق المالية وأسواق العمل، ويتم تحديد السياسة أو السلوك الذي تتباعد فيه مصالح المساهمين والإدارة وتوضيح دور أنظمة المعلومات والدوافع القائمة على النتائج (Outcome-Based-Incentives) في زيادة التوفيق بين السلوكيات الإدارية وتفضيلات المالك (Owners Preferences) (Eiesenhardt,1989,P68)، ويعد مدخل عملي غير رياضي (Jensen, 1983,PP.335-334).

المدخل الثاني: مدخل الأصيل والبديل (Principal-Agent Approach):

ويركز المدخل على دراسة العلاقة العامة للوكالة مثل علاقة العامل ورب العمل والمشتري والبائع من خلال الاستنتاج المنطقي والبراهين الرياضية (Eiesenhardt,1989,P60)، كما ويحاول هذا المدخل أن يدرس الجوانب المعيارية للعلاقة من خلال تنظيم العلاقة التعاقدية بين

(الأصيل) و (الوكيل) لتحفيز الوكيل على صنع قرارات تعظم من مصالح الأصيل نظرا لوجود عيوب في الرقابة وحالات عدم التأكد (Uncertainty) (Jensen and Meckling, 1976,P309).

4.2.2 أهمية نظرية الوكالة

وتنبع أهمية نظرية الوكالة من العوامل التالية (Catherine et al.,2003,P372) (Eisenhard, 1989 ,PP. 57-58):

1. بساطة النظرية بحيث تحول الشركات الكبيرة إلى مشاركين اثنين هما المدير والمالك.
2. الطبيعة البشرية التي تهتم بالمصالح الذاتية وعدم الاستعداد للتضحية بالمصلحة الشخصية من أجل مصلحة الآخرين (الأنانية). كذلك تساهم بشكل كبير في نظرية المنظمة، وتقدم رؤية فريدة في كل من نظم المعلومات وحالات عدم التأكد (Outcome Uncertainty) والحوافز والمخاطر.
3. قابلية تطبيق هيكل الوكالة في بيئات متنوعة تتراوح من المستوى الكلي مثل السياسة التنظيمية إلى المستوى الجزئي مثل إدارة الانطباع والمنافع الذاتية، كذلك يمكن تطبيقه على ظواهر تنظيمية مثل الأجور والاستحواذ وعلاقات مجلس الإدارة وهياكل الملكية ورأس المال.
4. تدعم النتائج التطبيقية نظرية الوكالة، وخصوصا إذا ما اقترنت بنظريات تنظيمية أخرى.

5.2.2 علاقة نظرية الوكالة بنظرية المحاسبة

تعد المحاسبة جزء أساسي من هيكل المنظمة وتطور نظرية المنظمة يرتبط بشكل وثيق بتطور نظرية المحاسبة، ونظرية الوكالة تفسر شكل وسلوك المنظمة وممارستها المحاسبية ومثل هذه النظريات الإيجابية مهمة في اتخاذ القرارات الهادفة وتطويرها, وتوفير أساس علمي أفضل لقرارات المديرين ومجالس وضع المعايير (Standard Setting Boards) ولهيئات الرقابة الحكومية (Jensen, 1983,P319).

6.2.2 الانتقادات الموجهة لنظرية الوكالة

هناك العديد من الانتقادات التي تم توجيهها لنظرية الوكالة وتنقسم إلى:

1. الانتقادات الموجهة لفروض نظرية الوكالة:

أ. فرض الطبيعة البشرية الأنانية والفردية التي تؤدي إلى تعارض مصالح المالكين والمديرين لا يمكن تعميمه على جميع المديرين (Heath,2009,P499) (Davis et al.,1997, P20).

ب. أولوية المساهمين (Shareholder Primacy): فرض نظرية الوكالة لأولوية مصالح المساهمين على مصالح الأطراف الأخرى، ويجب على المديرين خدمة مصالح المساهمين، ينطلق هذا الفرض من سوء تفسير الموقف القانوني لملكية السهم ويتجاهل المبادئ القانونية في تجسيد الشركة (Personification of The Corporation) والمسؤولية المحدودة للمساهمين (Limited Liability) ومسؤولية الإدارة التي قد تكون شخصية وغير محدودة (Heath, 2009,P499) (Davis et al.,1997, P20).

ج. فرض نظرية الوكالة لعلاقة (الأصيل) و(الوكيل) وأن الأصيل هو المالك، وكان من الأفضل اعتبار الأصيل الشركة بدلا من المساهم (Lan and Heracleous,2010).

د. تفترض نظرية الوكالة أن مجلس الإدارة وكيل من الدرجة الأولى، وكان من الأفضل اعتباره هيئة مؤتمنة مستقلة يعهد إليها التصرف لصالح الأطراف المستفيدة ويستمد استقلاليته من أنه وكيل ولا يخضع لسيطرة أي طرف، كما وتفترض النظرية أن دور مجلس الإدارة يتمثل في الرقابة على المدير لضمان توافق المصالح بينه وبين الأصيل كما ويتخذ تدابير لتعظيم فوائد الأصيل ومن الأفضل اعتبار مجلس الإدارة هيئة تتوسط الهرم لتوازن بين مصالح ومطالب الجماعات التي تساهم في عمليات الإنتاج (-PP.294, Lan and Heracleous, 2010295).

ه. إن فرض فصل الأصيل عن الوكيل والمتضمن التعدد في الأصيلين والوكلاء قد يؤدي إلى زيادة تعقيد النظرية وخصوصا عندما تختلف مجموعات الأصيلين في أهدافهم والمنافسة فيما بينهم فيصعب على الوكلاء الفهم والتوفيق بين الواجبات الموكلة إليهم عندما يتلقون رسائل مختلفة وتعليمات متضاربة من أصيلين متعددين (Shapiro,2005,P267).

2. سعت نظرية الوكالة لتطوير استراتيجيات الحوكمة المؤسسية بهدف التوفيق بين مصالح المديرين والمالكين والذي قد يؤدي في بعض الأحيان إلى سوء تطبيق نظرية الوكالة من حيث (Dobbin and Jung, 2010, PP.34-p57):

أ. استخدام خيارات الأسهم (Stock Option) واحتفاظ المديرين بالأسهم من أجل التوفيق بين مصالح المالكين والمديرين قد يدفع المديرين للتركيز على زيادة قيمة الشركة في المدى القصير، وعدم الاهتمام بالأداء طويل الأجل لتحقيق أرباح من ارتفاع أسعار الأسهم في المدى القصير ومن التقلبات في أسعار الأسهم.

ب. تعزيز التركز الصناعي (Industrial Focus) وتقليل التنويع قد يعرض الشركة إلى مخاطر كبيرة من الممكن تجنبها من خلال زيادة التعدد في أنشطة الشركة.

ج. توصي نظرية الوكالة بتمويل المشاريع بالدين لمراقبة المديرين ومنعهم من شراء مشاريع ذات عوائد قليلة، ومن وجهة نظر أخرى يزيد الدين من مخاطرة الشركة والكثير من المديرين استغلوا سياسة الدين لإعادة شراء الأسهم وتحقيق أرباح من ارتفاع أسعار خيارات الأسهم.

د. توصي نظرية الوكالة بضبط ومراقبة المديرين من خلال تعيين أعضاء خارجيين في مجلس الإدارة لا يمثلون بما فيه الكفاية مصلحة المساهمين وذلك لعدم قدرتهم على تقييم استراتيجيه الشركة.

3.2 تكاليف الوكالة (Agency costs)

في معظم علاقات الوكالة يتحمل الأصيل والوكيل لتكاليف سواء أكانت هذه التكاليف مالية أم غير مالية مثل التعيينات داخل الشركة والرقابة على الموظفين والمساهمات الخيرية والعلاوات الشخصية، وتكاليف الوكالة موجودة في جميع أنواع العقود والشركات وكذلك في جميع المستويات الإدارية ومن غير الممكن للأصيل والوكيل التحقق من اتخاذ القرارات بالشكل الأمثل من وجهة نظر الأصيل بدون تحمل تكاليف الوكالة Jensen and (Meckling,1976,PP.308-p310).

وتنتج تكاليف الوكالة عن تفويض السلطة من الأصيل للوكيل وتسمى أيضا خسائر الوكالة (Agency Loss) (Donaldson,1990,P369)، وهي تكاليف مرتبطة بنقل الإدارة لغير المالكين وناتجة عن ميول الإدارة إلى (Dobbin and Jung, 2010,P45):

1. التضحية بالأرباح من أجل تقليل مخاطر إخفاق الشركة.
2. الإفراط الإدارة في المكافآت والامتيازات واستنزاف الأرباح.
3. إتباع استراتيجيات قصيرة المدى تعود بالفائدة على الإدارة بدلا من إتباع استراتيجيات بعيدة المدى تعود بالفائدة على المساهمين.

ومن الممكن تعريف تكاليف الوكالة على أنها مجموع التكاليف الضرورية (out-of-pocket costs) لهيكلة وإدارة وتنفيذ العقود بالإضافة إلى الخسائر المتبقية وتتكون تكاليف الوكالة من (Jensen and Smith, 1985,P96):

1. تكاليف التعاقد(Contracting Costs).
2. تكاليف المعاملات(Transaction Costs).
3. تكاليف الاختلال الأخلاقي(Moral Hazard Costs).
4. تكاليف المعلومات(Information Costs).

ويمكن تحديد مصدرين رئيسيين لتكاليف الوكالة وهما:

1. اختلاف المصالح بين الأشخاص.
2. تكاليف يتم تحملها نتيجة الحاجة إلى الرقابة (Self Control Problem).

كما ويمكن تقسيم تكاليف الوكالة بحسب الغاية من إنفاقها إلى (Jensen and Meckling, 1976,P308):

1. تكاليف المراقبة (Monitoring Costs): ويتحمل الأصيل هذه التكاليف لقياس وتقييم أداء الوكيل.

2. تكاليف الضمان (Bonding Costs): ويتحمل الوكيل هذه التكاليف؛ ليقنع الأصيل بأن القرارات التي يتخذها هي قرارات صائبة تصب في مصلحته، ويجب أن تكون منفعتها الحدية اعلي من تكاليفها الحدية، ومن الأمثلة على هذه التكاليف الضمانات التعاقدية، والتدقيق الخارجي، وضمانات صريحة حول سوء تصرف المدير، وقيود تعاقدية أخرى تحد من قدرة المدير على اتخاذ القرار.

3. الخسارة المتبقية (Residual Loss): وهي خسائر الفرص البديلة وتنتج عن عدم تنفيذ العقود بشكل كامل ودقيق، وتعكس الخسارة المتبقية المقابل النقدي للنقص في رفاهية الأصيل نتيجة تعارض قرارات الوكيل مع مصالح الأصيل والتي كان من المفترض أن تعظم رفاهية الأصيل. ويمكن قياسها من خلال النقص في القيمة السوقية للشركة الناجم عن علاقة الوكالة.

إن هذه التكاليف لا يمكن تجنبها؛ لأنها تنتج عن علاقة الوكالة والتي تتطلب أن يقوم المالكون بالنشاطات الرقابية للحد من إنفاق المديرين للمنافع غير المالية (Jensen and Meckling,1976,P328). وكذلك تعد كلا من تكاليف المراقبة والضمان تكاليف ناجمة عن تنفيذ العقود (Enforcement Costs) (Jensen and Smith, 1985,P96).

4.2 تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة (Agency Cost of Free Cash Flow)

أشار (Jensen,1986) إلى أن مشكلة الوكالة بين المالكين والمديرين تكون حادة في الشركات التي تمتلك تدفقات نقدية حرة كبيرة، وعرف (Jensen) التدفقات النقدية الحرة على أنها التدفقات النقدية الفائضة عن حاجة الشركة لتمويل مشاريع صافي قيمتها الحالية موجبة

عندما يتم خصمها بتكلفة رأس المال. وعندما يسيطر المديرين على التدفقات النقدية الفائضة عن متطلبات الاستثمارات المربحة يؤدي ذلك إلى مشكلة الإفراط بالاستثمار. كما اقترح (Jensen) عدد من الأدوات التي تساعد على الحد من سيطرة المديرين على التدفقات النقدية الحرة ومنع استثمارها في مشاريع عوائدها أقل من تكلفة رأس المال وتتلخص هذه الأدوات في:

1. **دفع توزيعات نقدية للمساهمين:** حيث أن دفع التوزيعات النقدية للمساهمين يقلل من الموارد المالية المسيطر عليها من قبل المديرين، وعند الحاجة للتمويل يخضع المديرون لرقابة سوق رأس المال ويمكن الحد من التدفقات النقدية الحرة المستقبلية من خلال إعلان عن زيادة مستمرة في التوزيعات النقدية.
2. **استخدام الدين:** حيث إن إصدار الدين يؤدي إلى دفع إلزامي لأصل الدين والفوائد المترتبة على الدين مما يقلل من التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمديرين، كذلك تتمثل منافع الدين في تحفيز المديرين على زيادة الكفاءة المؤسسية.
3. **إعادة شراء الأسهم:** حيث إن إصدار الديون لإعادة شراء الأسهم يساعد المديرين على تخفيض النفقات ودفع التدفقات النقدية الحرة.
4. الابتعاد عن استراتيجيات التوسع والتنويع والتي يعدها (Jensen) مصدر لإهدار التدفقات النقدية الحرة.

وأوضح (Jensen) أن المنافع المكتسبة من هذه الأدوات تكون اكبر في الشركات البطيئة النمو وتمتلك تدفقات نقدية حرة كبيرة من الممكن أن تهدرها في مشاريع غير اقتصادية.

5.2 العوامل المؤثرة عل تكاليف الوكالة

يوجد العديد من العوامل التي من الممكن أن تتوسط العلاقة ما بين تكاليف الوكالة وأداء وقيمة الشركة، ومن أهم هذه العوامل أدوات التحكم بتكاليف الوكالة والتي تسعى للسيطرة على سلوك المديرين في استنزاف موارد الشركة لإشباع منافع ذاتية، كما ومن هذه العوامل الفرص الاستثمارية (مشكلة نقص الاستثمار ومشكلة الإفراط في الاستثمار)، وحجم الشركة، ومستوى الرافعة المالية، التي من الممكن أن تؤثر إيجابيا أو سلبيا على أداء وقيمة الشركة.

1.5.2 آليات للسيطرة على تكاليف الوكالة (Mechanism to Control Agency Problem)

توجد العديد من آليات التي من الممكن أن تستخدم للتقليل من مشكلة الوكالة بين المديرين والمالكين مما ينعكس إيجابيا على الأداء ويعظم من قيمة الشركة، ويجب المفاضلة ما بين تكاليف هذه الأدوات والمنافع المتحققة منها في حين أن بعضها يفرض على الشركة من الأطراف الخارجية مثل استخدام الدين ورقابة السوق وأسواق عمل المديرين، وقد تكون هذه آليات بديلة فيما بينها وتكون العلاقة بينها سلبية ومن الممكن إن تكون العلاقة فيما بينها إيجابية أيضا لتعزز توفيق المصالح بين المالكين والمديرين Agrawal and Knoeber, 1996, (PP.378-380).

1.1.5.2 هيكل رأس المال (capital structure)

هناك العديد من النظريات التي تحاول تفسير الاختلاف في هيكل رأس مال الشركة والتغير فيها عبر الزمن، واثر ذلك على قيمة الشركة وقد حاولت هذه النظريات ربط مصادر

التمويل (الملكية والدين) بالمنافع والتكاليف وتوضيح علاقة مكون رأس المال بعوامل عديدة خاصة بالشركة مثل الحجم والربحية وأخرى خاصة بالصناعة التي تنتمي إليها الشركة مثل سرعة النمو أو عوامل اقتصادية أخرى مثل ضريبة الدخل على الشركات. وتعد نظرية (Modigliani and Miller,1958) حجر الأساس لنظرية هيكل رأس المال على الرغم من اعتمادها على فرضيات غير موجودة في العالم الحقيقي وهي(Zurigat, 2009,P12):

1. لا يوجد تكاليف معاملات.
2. لا يوجد عدم تماثل في المعلومات بين الإدارة والمستثمر.
3. عدم وجود تكاليف الإفلاس.
4. عدم وجود ضرائب.
5. المستثمر يقترض بمعدل فائدة مستوي للمعدل الذي تقترض فيه الشركات.
6. الإدارة تتصرف لمصلحة المساهمين.

وقد تم انتقاد هذه النظرية لوجود عيوب في أسواق رأس المال وكان أولها (Modigliani and Miller,1963) حيث فندا فرض عدم وجود ضريبة حيث انه يتم تعظيم قيمة الشركة باستخدام الدين بأكبر قدر ممكن للاستفادة من الدرع الضريبي، هذا وما زالت هذه النظريات تتجاهل تكاليف الإفلاس والوكالة للدين والتي قد تكون أكبر من المنافع الضريبية لاستخدامه (Zurigat,2009,PP.12-13). وتعد سياسة التمويل عاملاً مهماً للحد من تكاليف الوكالة الناتجة عن حرية تصرف الإدارة (Managerial Discretion) والتي تنشأ جراء تجاوز حجم الاستثمار لما هو مطلوب لتعظيم قيمة المساهمين وعندما تمتلك الإدارة معلومات لا يمتلكها المساهمون فأن الدين يلزم الإدارة على دفع التدفقات النقدية الحرة، ويقلل من مشكلة

الإفراط في الاستثمار، ولكن من جهة أخرى فان التزامات الدين قد تحد من قدرة الشركة على تمويل المشاريع ذات القيمة الحالية الموجبة وتفاقم تكاليف نقص الاستثمار في حين أن التمويل بالملكية يزيد من المصادر التي يسيطر عليها المدير، ويزيد من تكاليف الإفراط بالاستثمار إلا أنه يقلل من تكاليف نقص الاستثمار (Stulz,1990,P4).

ويمكن تقسيم سياسات هيكل رأس المال التي يمكن من خلالها التأثير على تكاليف الوكالة إلى :

1. التمويل بالدين (Debt Financing)

يتضح أن منافع التمويل بالدين لا تقتصر على المنافع الضريبية بل قد يسهم الدين في تقليل تكاليف الوكالة الناتجة عن تعارض المصالح بين المالكين والمديرين (Jensen and Meckling, 1976) فالشركات التي يوجد لديها نسبة مرتفعة من دين تخضع لمراقبة صارمة من قبل دائنيها (Titman and Wessels,1988,P3). ومن خلال إصدار الدين يدفع المديرون التدفقات النقدية الحرة المستقبلية بطريقة إلزامية لا يمكن إنجازها من خلال التوزيعات النقدية الخاضعة لتقديرات الإدارة، كما أن المخاوف المتعلقة بعدم القدرة على خدمة الدين تعمل كدوافع لزيادة الكفاءة المؤسسية وتخفيض النفقات، وتبدو منافع استخدام الدين اكبر في تقليل تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات التي تمتلك حجماً كبيراً من التدفقات النقدية الحرة وفرصاً استثماريةً قليلة، لذا فمن المرجح أن تستخدم هذه التدفقات في مشاريع غير مربحة وعلى العكس من ذلك الشركات سريعة النمو (Jensen,1986,P324).

إن مديري الشركات التي تمتلك نسبة مرتفعة من الدين أقل قدرة على الإفراط في استهلاك العلاوات والامتيازات حيث يميل الدائنون إلى المراقبة الصارمة على هذه الشركات

(Titman and Wessels, 1988,P3). وبالرغم من منافع استخدام الدين في تقليل تكاليف مشكلة الوكالة بين المالك والمدير، إلا أن المبالغ المحصلة من إصدارات الدين قد تزيد من التدفقات النقدية الحرة الخاضعة لتقديرات الإدارة إذا لم يتم استغلالها لإعادة شراء الأسهم (Howton et al.,1998) (Chang et al.,2007,P124)، كذلك فإن إصدار الديون ذات المخاطر المرتفعة (Risky Debt) قد يقلل من القيمة السوقية الحالية للشركة وهذه الخسائر في القيمة السوقية من الممكن أن يتحملها المساهمون(Myers,1977.P155).

وأشار (Jensen and Meckling,1976) إلى أنه بالرغم من المكاسب التي يحققها التمويل بالدين من تقليل مشكلة الوكالة بين المالكين والمديرين إلا أن المسؤولية المحدودة للمساهمين قد تمكنهم من تحقيق مكاسب على حساب مصالح الدائنين (الثروة) من خلال الاستثمار بمشاريع ذات مخاطر مرتفعة، وتتمثل مصادر تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين في زيادة التوزيعات النقدية (Dividend payment) وإصدار ديون جديدة (Claim Dilution) واستبدال المشاريع الحالية بمشاريع أخرى مرتفعة المخاطر (Assets Substitution) حيث تزيد هذه السياسات من قيمة المساهمين على حساب ثروة الدائنين فيما يلي(Smith and Warner,1979,P117).

وتوجد هناك العديد من الوسائل التي تسهم في تقليل مشكلة تعارض المصالح بين المالكين والدائنين ومن أهمها:

أ. الدين المضمون (Secured Debt)

يزيد استخدام الدين المضمون من قيمة الشركة من خلال تقليل التكاليف الرقابية (Stulze and Johunson,1985,P512)، كما ويعتبر الدين المضمون طريقة لمنع مشكلة

لستبدال الأصول بحيث يمنع الدين المضمون الإدارة من استبدال الأصول دون إذن المقرض (Smith and Warner,1979,P6)، ومن جهة أخرى ونتيجة لتدني نسبة الفائدة على الدين المضمون قد يؤدي استخدامه إلى حدوث مشكلة الإفراط بالاستثمار (Elazar and Kim, 1990) (Chang et al., 2007,p124) .

ب. استخدام الديون قصيرة الأجل

يحد استخدام الديون قصيرة الأجل من مشكلة الإفراط في الاستثمار ومشكلة نقص الاستثمار وذلك من خلال إعادة تسعير الديون بشكل مستمر مما يؤدي إلى تقليل اثر الدين على قيمة الشركة (Childs et al.,2005,P669).

2. دفع التوزيعات النقدية (Dividend Payout) :

أن الهدف الأساسي لسياسة التوزيعات النقدية تقليل تكاليف رأس المال والوكالة والضرائب (Easterbrook,1984,P650)، والتزام الشركة في الاستمرار بتوزيع الأرباح على المساهمين وبفترات زمنية محددة يساعد على تقليل المصادر المالية التي يسيطر عليها المدير ومن الممكن لهذه الشركات تمويل المشاريع الجديدة من خلال أسواق رأس المال، وبذلك تخضع لرقابة السوق (Easterbrook,1984) (Agrawal and Jayaraman,1994,P139)، ويمكن تفسير التوزيعات النقدية من خلال نظريتين أساسيتين (Chen and Fu,2011,p568) :

أ. نظرية الإشارة (Information/Signaling Theory)

وتفسر نظرية الإشارة دفع التوزيعات النقدية بانخفاض قيمة الشركة في السوق غير الكفؤ، ويستطيع المديرون من خلال دفع التوزيعات النقدية نقل معلومات للسوق حول الأرباح المستقبلية للشركة، وهو ما يطلق عليه المحتوى ألمعلوماتي للتوزيعات النقدية (Information

(Millier and Modigliani,1961)، ويفترض المحتوى ألمعلوماتي (Content للتوزيعات النقدية أن (Chen and Fu,2011,p567):

1. المديرون يستخدمون التوزيعات النقدية فقط لنقل المعلومات.
2. التوزيعات النقدية إشارة للأرباح المستقبلية.

ب. نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة:

أوضح (Jensen,1986) دور التوزيعات النقدية في تقليل تكاليف الوكالة حيث إن الشركات التي تمتلك مستوى مرتفع من التدفقات النقدية الحرة تستطيع زيادة التوزيعات النقدية أو إعادة شراء الأسهم مما يودي إلى تقليل سيطرة المديرين على التدفقات النقدية الحرة المستقبلية التي كان من الممكن استثمارها في مشاريع ذات عوائد قليلة أو إهدارها.

ويعد الإعلان عن زيادة في نسبة التوزيعات النقدية إشارة ايجابية للمساهمين لارتفاع التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية في الشركات التي تكون فرصها الاستثمارية قليلة، وكذلك في الشركات التي ترتفع لديها فرص النمو وتكاليف الوكالة، بحيث إن نقص التمويل الداخلي يجبر الإدارة على تمويل استثماراتها الجديدة من أسواق رأس المال مما يؤدي إلى زيادة الرقابة على الشركة (Borokhovich et al.,2005,P43)، ويتوقع المساهمين انخفاض مستوى الإفراط بالاستثمار عند إعلان الشركة عن زيادة في نسبة التوزيعات النقدية وكذلك يتوقعوا ارتفاع مستوى الإفراط بالاستثمار أذا ما أعلنت الشركات التي تمتلك تدفقات نقدية حرة كبيرة وفرص استثمارية قليلة عن انخفاض في نسبة التوزيعات نقدية مما يؤثر سلبا على قيمة الشركة (Chen and Fu,2011,P567).

2.1.5.2 هيكل الملكية (ownership structure)

لاحظ (Smith,1776) الفرق بين أداء المدير المالك وغير المالك وأشار كل من (Berle and Mean,1932) إلى أن انتشار الملكية بين صغار المساهمين يؤثر بشكل سلبي على أداء الشركة، كما وأوضح (Jensen,1986) أن السبب الرئيسي لتكاليف الوكالة هو عدم توافق المصالح بين المديرين والمالكين، هذا وقد وأظهرت الكثير من الدراسات اثر مكون هيكل الملكية للشركة من الملكية الإدارية وكبار المساهمين والملكية المؤسسية والملكية الحكومية على تكاليف الوكالة و أداء وقيمة الشركة.

1. الملكية الإدارية (Managerial Ownership)

افترض (Jensen and Meckling,1976) أن الملكية الإدارية احد ادوات تقليل تعارض المصالح بين المديرين والمالكين ومن الممكن استخدامها لتوفيق مصلحة المديرين مع المالكين الخارجيين وان المدير الذي يملك (x) من أسهم الشركة يتحمل أيضا ما مقداره (x) من التكاليف وبذلك تدفع الملكية الإدارية المديرين على تجنب إهدار مصادر الشركة وتقلل تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة بمقدار (x) (Agrawal and Jayaraman,1994,P139).

توفق الملكية الإدارية بين مصالح المديرين والمالكين الخارجيين وتجدر الإشارة إلى إن العلاقة ما بين الملكية الإدارية وأداء الشركة علاقة خطية إيجابية (Florackis,2008,P40)، ومن المرجح أن ترتفع تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات التي تنخفض فيها الملكية الإدارية (Jensen,1986).

يؤدي انخفاض مستوى الملكية الإدارية في الشركة إلى الإفراط في المكافآت والامتيازات الإدارية، ويترتب على ذلك ارتفاع إنفاق المساهمين على تكاليف المراقبة والذي

بدورة يؤدي ارتفاع تكاليف التمويل بالملكية، وعند ارتفاع مستوى الملكية الإدارية تتأثر ثروة المدير المالك من التغيرات في تكاليف المراقبة المتوقعة للمالكين الخارجيين ويعكس سعر السهم تكاليف تعارض المصالح بين المدير المالك والمالكين الخارجيين وتكاليف المراقبة المحتملة (Jensen and Meckling,1976,PP.312-p313).

وبعكس نظرية الوكالة التي تتوقع تعظيم قيمة المالكين الخارجيين كلما ارتفع مستوى الملكية الإدارية فان نظرية تحصين الإدارة (Entrenchment Theory) تتوقع علاقة عكسية وإن ارتفاع مستوى الملكية الإدارية يزيد من سلوك الإدارة الذي لا يعظم قيمة الشركة ويحصن الإدارة ضد عروض الاستحواذ، وبذلك ترتفع قيمة الشركة كلما انخفض مستوى الملكية الإدارية (Morck et al., 1988,p313).

2. تركز الملكية (Concentrated Ownership)

ينعكس انتشار هيكل الملكية بين المالكين سلبا على قيمة الشركة (Berle and Means,1932) (Ben Moussa and Jameleddine,2011,P3) وبذلك فإن الشركة التي تنتشر ملكيتها تكون قيمتها أقل من الشركة التي تتركز ملكيتها (Jensen,1989)، ويلعب كبار المساهمين دوراً مهماً في تسهيل الاستحواذ العدائي وتكون عوائد أسهمهم كافية لتحمل تكاليف المراقبة وتكاليف الاستحواذ العدائي ولا توجد مصالح أو دوافع لدى صغار المساهمين لتحمل مثل هذه التكاليف (Shleifer and Vishny ,1986,P463)، كما ويمتلك كبار المساهمين مصالح كبيرة لحماية وزيادة ثروة المالكين والتوفيق بين مصالحهم ومصالح المديرين مما يؤدي إلى تقليل تكاليف الوكالة (Jensen and Meckling,1976).

ونتيجة لامتلاك كبار المساهمين عدد كافي من الأسهم يستطيعوا التأثير على سياسة الشركة وتركيبة مجلس الإدارة (Composition of Board of Directors) من خلال قوة التصويت (Voting Power) (Bethel and Liebeskind,1993,P18)، ويعظم تركز الملكية من قيمة الشركة بمراقبة المخرجات من خلال (Hurddart,1993,P1407):

أ- الحصول على مؤشرات أكثر دقة حول نشاطات الشركة.

ب- تعديل عقود مكافآت المديرين

وبالرغم من المنافع التي يجنيها المالكين من تركز هيكل الملكية للشركة إلا أن تركز الملكية يزيد من مشكلة تعارض المصالح بين كبار المساهمين وحقوق الأقلية, بحيث يمارس كبار المساهمين حقوقهم الرقابية لأهداف ومنافع ذاتية على حساب ثروة صغار المساهمين والذي بدوره يحد من قدرة الشركة على التمويل الخارجي (Burkart et al., 1997).

3. الملكية المؤسسية (Institutional Ownership)

تعتبر الأسهم المملوكة من قبل المؤسسات وسيلة إضافية لمراقبة الإجراءات التي تتخذها الإدارة (Actions of Management) وغالبا ما يصوت المالك المؤسسي بشكل فعال لتسهيل محاولات الاستحواذ بالمقارنة مع المالكين الآخرين (Breickley et al.,1988) (McKnight and Weir,2009,P145). ونتيجة لارتفاع مستوى تركز الملكية للمالك المؤسسي فأنه لا يستطيع كسب عوائد مرضيه من خلال بيع وشراء الأسهم ويحقق العوائد المطلوبة من خلال تغيير السياسة الإدارية للشركة (Bethel and Liebeskind,1993,P19).

ويستطيع المالك المؤسسي الذي يمتلك جزءاً كبيراً من أسهم الشركة مراقبة الإدارة وتقليل (Free Rider Problem) المتعلقة بانتشار الملكية بين صغار المساهمين، كذلك يعد

الأكثر قدرة على تحمل تكاليف مراقبة الإدارة، وتجدر الإشارة إلى أن الأغلبية العظمى من المؤسسات الاستثمارية مثل البنوك, وشركات التامين, وصناديق التقاعد, وصناديق الاستثمار تخضع إلى تشريعات وقوانين قد تحد من قدرتها على ممارسة أنشطتها كمالك (Rose,2007,P406).

4. الملكية الحكومية (Government Ownership)

إن ارتفاع الملكية الحكومية في هيكل الملكية للشركة يقلل من تكاليف الوكالة التي تتحملها الأطراف الأخرى المساهمة في الشركة نتيجة لتوفر دوافع رقابية لدى الحكومة تهدف لتحسين الأداء وزيادة الربحية (Alfaraih et al.,2012,P194)، ومن المتوقع زيادة مستوى الإفصاح للشركة نتيجة لارتفاع مستوى الملكية الحكومية والذي يؤدي إلى تقليل تكاليف الوكالة والحاكمية الضعيفة، كذلك يتوقع تقل رقابة السوق على هذه الشركات بحيث تتميز الاستثمارات الحكومية بأفاق مستقبلية طويلة المدى (Eng and Mak,2003,P327).

وتجدر الإشارة إلى أن الملكية الحكومية تقلل من مشكلة عدم تماثل المعلومات مما يؤدي إلى تحسين قدرة الشركة على التمويل الخارجي، كذلك تواجه هذه الشركات ضغطاً اقل بشأن الإذعان لأنظمة إعداد التقارير المالية مما يؤدي إلى اختيار طرق محاسبية تساعد على تحسين الأداء(Aljifri and Moustafa,2007).

3.1.5.2 مكافآت الإدارة (Compensation Plans)

تتوقع نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وجود علاقة عكسية ما بين حساسية التدفق النقدي الاستثماري والزيادة في مكافآت الإدارة وتكون هذه العلاقة أكثر وضوحاً في الشركات

ذات النمو البطيء والتي يجب عليها زيادة مكافآت الإدارة للحد من تعارض المصالح بين المديرين والمالكين على استخدام التدفقات النقدية الحرة (Zhang, 2009,P511).

تستطيع الشركة من خلال زيادة مكافآت الإدارة تقليل تعارض المصالح بين المالكين والمديرين وخصوصاً إذا ما كانت هذه المكافآت مربوطة بمؤشرات مستقبلية مثل خيارات الأسهم (Stock Option) واسهم الظل (Phantom Stock) في حين قد تعتمد مكافآت الإدارة على نسب ومقاييس محاسبية، ولكل من هذه الأنواع استخدامات محددة تستطيع التأثير على سلوك الإدارة (Jensen and Smith,1985,PP.103-105). ومن جانب أخر فان إساءة استخدام مكافآت الإدارة يجعلها جزاء من المشكلة وبلوغها مستويات مرتفعة يؤدي إلى تفاقم مشكلة الوكالة (Florackis,2008,P43).

4.1.5.2 مجلس الإدارة (Board of Directors)

تعتبر الرقابة من مجلس الإدارة احد الأدوات المهمة للتقليل من مشكلة الوكالة بين المالكين والمديرين، (Hermalin and Weisbach,1991,P101)، وأشارا (Fama and Jensen) إلى أن فعالية مجلس الإدارة في الرقابة على قرارات الإدارة تتحدد في مدى مقدرة المجلس على الحد من حرية تصرف الإدارة.

ومن الممكن تعريف الدور الرقابي لمجلس الإدارة على انه نشاطات أعضاء المجلس في تتبع سلوكيات المديرين التنفيذيين ونتائج إعمالهم وأداء الشركة من أجل ضمان اتخاذ إجراءات تصحيحية حسب الحاجة (Garg,2013,P90). ويمكن تحديد افتراضات نظرية الوكالة حول مجلس الإدارة بما يلي (Zajac and Westphal,2002)(Bryant 2012,P3 and Davis,):

1. تعظيم الثروة هي الأولوية الأولى لمالكين الشركة.

2. مجلس الإدارة هو الأنسب لتفويضه نيابة عن المالكين.

3. أنشطة كل من الإدارة ومجلس الإدارة والتداخل فيما بينهما ناتج أساسي عن القوة الاقتصادية .

4. إن مجلس الإدارة هو الممثل الوحيد للمساهمين وهو لا يمثل سوى مصالحهم .

إن مجالس الإدارة التي يسيطر عليها أعضاء خارجيين (غير التنفيذيين) أكثر قدرة على اتخاذ إجراءات تتوافق مع مصالح المساهمين وتنفيذ المهام المرتبطة بمشاكل الوكالة الأساسية مثل تحديد مكافآت الإدارة و استبدل كبار المديرين بطريقة أفضل (Hoskisson et al., 1994,P1212) ، واختيار المديرين كأعضاء مجلس إدارة لا يؤدي إلى تقليل مشكلة الوكالة, حيث أنهم هم الوكلاء أنفسهم وليس بالضرورة أن تتوافق مصالحهم مع مصالح المساهمين (Hermalin and Weisbach, 1991,P103).

ومن جانب أخر فإن عدم توفر المعلومات لدى الأعضاء الخارجيين حول نشاطات الشركة يؤدي إلى استخدام التقييم المالي بدلاً من التقييم الاستراتيجي ,والذي يؤدي بدورة إلى ضعف الحاكمية الإستراتيجية ويتم تقييم الإدارة من خلال النتائج المالية (Hoskisson et al. ,1994,p1213) ، كذلك يعد الداخليين مصدراً هاماً للمعلومات الخاصة بالشركة و إن اختيارهم في مجلس الإدارة يزيد من فعالية اتخاذ القرارات (Hermalin and Weisbach) (Raheja,2005,P284).

5.1.5.2 أسواق عمل المديرين (Labor Market for Managers)

أشارا (Agrawal and Knoeber,1996,P378) إلى أن أسواق العمل تدفع المديرين إلى تحسين أداء الشركة والاهتمام بسمعتهم. ويتمثل الهدف الرئيسي للإدارة بالإشراف على العقود وضمان استمرارية الشركة، ويحقق المديرين أرباح أو خسائر في الأجور الحالية أو المستقبلية نتيجة الأداء الحالي لفريق الشركة وهذا يدفعهم للاهتمام بنجاح فريق عمل الشركة ، كذلك يساعد المساهمين والدائنين أسوق عمل المديرين في تقيم إدارة الشركة من خلال شراء الأوراق المالية بأسعار تعكس حجم المخاطر(Fama,1980,P292).

6.1.5.2 رقابة السوق(Market for Corporate Control)

تفترض نظرية الوكالة أن السبب الرئيسي للاستحواذ العدائي هو مشكلة الوكالة بين المديرين والمالكين (Instefjord,1999,P1)، ويعد الاستحواذ العدائي وسيلة غير مباشرة للمساهمين لإعادة التفاوض على العقود المبرمة مع الإدارة وتنطلق القيمة الرقابية (Disciplinary Value) لعمليات الاستحواذ العدائي من تأثيرها على سلوك الإدارة, بحيث تمنع المدير من اتخاذ إجراءات تقلل من قيمة الشركة, وتخدم مصلحته الشخصية لأن مثل هذه الإجراءات تزيد من احتمالية الاستحواذ العدائي (Scharfstein,1988,P185).

وبعد فإن عمليات الاستحواذ دليل على وجود مشكلة الوكالة كما تعتبر أحد حلولها وعندما ترتفع تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة تقلل عمليات الاستحواذ من هذه التكاليف، حيث تفيد نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة بأن الشركات التي يتوفر لديها سعة غير مستغلة من الدين وتمتلك تدفقات نقدية حرة كبيرة تحقق مكاسب قليلة أو خسائر من عملية الاستحواذ. كما وتتوقع نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة أن عمليات الاستحواذ ناتجة عن تعطل الرقابة

الداخلية في الشركات التي تمتلك تدفقات نقدية حرة وتساعد سياساتها التنظيمية على الإهدار (Jensen,1986, PP.326-328).

وعلى العكس من نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة تؤكد نظرية (Hubris Hypothesis) عدم وجود مكاسب من عمليات الاستحواذ العدائي وعندما تدفع الشركات المستحوذة سعراً أقل من السعر السوقي للشركة المستهدفة يتم رفض عرض الاستحواذ, وكذلك يتم قبول العرض عندما يتجاوز السعر المقدم سعر السوق، حيث تفترض النظرية بأن المديرين يتخذون إجراءات لا تتوافق مع مصلحة المساهمين ومن ذلك تقديمهم لعروض استحواذ بتقديرات خاطئة لقيمة الشركة المستهدفة (Targeted Firm) (Roll,1986,PP.212–215).

2.5.2 فرص النمو (Growth Opportunities)

أشار (Myers,1977) إلى أن الشركة مجموعة مكونة من الأصول الحالية يضاف إليها الفرص الاستثمارية المستقبلية (خيارات النمو المتاحة) (Gul,2001,P481)، ويعد توفر أو نقص الفرص الاستثمارية عامل مهم في تحديد قيمة الشركة (Chen et al.,2001,P299). كما إن توفر أو نقص الفرص الاستثمارية واختلافها عبر الشركات والصناعات المختلفة من الأسباب الرئيسية في تناقض نتائج الدراسات السابقة حول صلاحية نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة (Min and Prather,2001,P269). وعند غياب الرقابة فعالة في الشركات التي تقل فرصها الاستثمارية غالبا ما تحدث مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة نتيجة استثمار المديرين للأموال في مشاريع قيمتها الحالية سالبة أو استخدامها في منافع ذاتية مما يؤثر ذلك سلباً على قيمة الشركة (Habib,2011,P102).

ومن المرجح حدوث مشكلة الوكالة أيضا في الشركات التي تتعدد فيها خيارات النمو بحيث تتصف هذه الشركات بمرونة اختيار الاستثمارات المستقبلية (Chang et al.,2007,P124). ويرتبط حجم تكاليف الوكالة بفرص نمو الشركة وغالبا ما تحدث مشكلة نقص الاستثمار (Myers,1977) في الشركات التي ترتفع فرص النمو لديها نتيجة تخلي المديرون عن الفرص الاستثمارية المربحة، وكذلك من يتوقع حدوث مشكلة استبدال الأصول (Jensen and Meckling,1976) في الشركات التي تتعدد خيارات النمو لديها، في حين تقل مشكلة التدفقات النقدية الحرة في مثل هذا النوع من الشركات وتكون المشكلة أكثر شيوعا في الشركات التي تمتلك احتياط نقدي كبير من المحتمل استخدامه في مشاريع ذات مخاطر مرتفعة44 (Florackis,2008,P)

وتجدر الإشارة إلى أن العلاقة ما بين التدفقات النقدية الحرة ونسبة الدين تعتمد إلى حد كبير على فرص الاستثمار المتاحة للشركة بحيث إن الشركات التي تمتلك مستوى مرتفع من التدفقات النقدية الحرة ولا تمتلك فرص استثمارية يجب أن تزيد من نسبة الدين في هيكل رأس المال (Jaggi and Gul,1999,P373)، ونتيجة لتعدد فرص النمو للشركة يحتجز المديرين الأرباح بدلا من دفعها للمساهمين من أجل تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة (Chang and Rhee, 1990)، كما أن نسب النمو ترتبط ارتباطاً سلبياً بالرافعة المالية طويلة الأجل (Timman and Wessels,1988) ولتقليل مستوى تكاليف الوكالة يتم استخدام الديون قصيرة الأجل عوضاً عن الديون طويلة الأجل (Alnajjar,2011,p211).

3.5.2 حجم الشركة (Firm Size)

وفقا لنظرية الوكالة يسعى المديرون لزيادة نمو الشركة وذلك لخدمة مصالحهم الذاتية وضمان العمل بحيث تزداد مكافآت الإدارة نتيجة لزيادة مسؤولياتها (Murphy,1985) (Brush et al.,2000,p455)، وقد يعارض المديرين توزيع الأرباح النقدية ويفضلوا احتجازها لزيادة حجم الشركة الذي قد يتجاوز عن الحجم المطلوب, لتعظيم ثروة المساهمين. وتعد المكافآت إحدى أهم هذه الدوافع لأن زيادتها يعتمد إلى حد كبير على زيادة حجم الشركة بدلا من تعظيم قيمته (Jensen,1989,P66). وقد لا يؤدي نمو مبيعات الشركة دائما لزيادة عوائد المساهمين وذلك بالاعتماد على ثلاثة افتراضات أساسية (Jensen,1986,1989) (457) Brush et al.,2000,P:

1. يعظم المديرون ثروتهم الخاصة بدلا من ثروة المساهمين.
2. يساهم نمو الشركة في زيادة ثروة المديرين.
3. في ظل وجود التدفقات النقدية الحرة والحوكمة المؤسسية الضعيفة فإن المديرين يحققون نمواً للمبيعات من خلال إنفاق ثروة المساهمين.

ومن المرجح زيادة تكاليف الوكالة في الشركات الكبيرة بسبب زيادة تعقيداتها والصعوبات التي يواجهها المساهمين للحصول على المعلومات (Doukas et al.,2000) (McKnight and Weir,2000,P146)، كما أن الشركات الكبيرة في معظمها مكتملة النمو (Mature Firm) وتكون في موضع أفضل لدفع التوزيعات النقدية (Holder et al.,1998) (AL-Najjar,2011, P211).

4.5.2 الرافعة المالية (Financial Leveraged)

تتوقع نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة أنه كلما ارتفعت نسبة الرافعة المالية تزداد قيمة الشركة جراء انخفاض تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة (Jensen,1986) (Howton et al.,1998,P227)، في حين توصلت كثير من الدراسات إلى أن الشركات التي ترتفع فيها نسبة الرافعة المالية تحتفظ بالتدفق النقدي الداخلي بدلا من توزيعه على المساهمين لحماية حقوق الدائنين (Utami and Lnanga,2011,P110) وبذلك تكون العلاقة سلبية بين مستوى الرافعة المالية والتوزيعات النقدية (Agrawal and Jayaraman, 1994) وللفرص الاستثمارية أثر على الرافعة المالية بحيث تزيد الفرص الاستثمارية من التدفقات النقدية المتوقعة مما يستوجب زيادة نسبة الرافعة المالية للسيطرة على مشكلة استبدال الأصول.

6.2 أداء الشركة (Firm Performance)

أشار (Jensen) إلى أن التدفقات النقدية الحرة تؤثر سلباً على الأداء وفسر ذلك من خلال نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة التي تعد التدفقات النقدية الحرة احد أشكال تعطيل الرقابة الداخلية ومن الممكن للمديرين استغلالها لمنافع ذاتية (Jensen,1986). في حين تعتبر التدفقات النقدية الحرة مؤشرا مهماً لتقييم أداء الشركة وتعكس قدرة الشركة على تسديد ديونها، وعند مقارنتها بمؤشرات قياس الأداء الأخرى تتضح قدرة التدفقات النقدية الحرة على التنبؤ بحجم النمو والتوسع من مصادر التمويل الداخلية (Parvaei and Farhadi,2013,P68)

ومن الجدير بالذكر أن أكثر المؤشرات شيوعا لقياس أداء الشركة هما الربح المحاسبي (Accounting Profitability) والعائد على سهم الشركة (Return on Stock) (Brush et al.,2000,P461)، وفي هذه الدراسة سيتم استخدام كلا المؤشرين من خلال استخدام نسبة

العائد التشغيلي إلى متوسط الأصول خلال السنة وذلك لقياس الربح المحاسبي للشركة, كما سيتم استخدام نسبة (Tobin's q) لقياس قيمة الشركة والتي تستند إلى مؤشر سعر السهم.

7.2 قيمة الشركة (Firm Value)

من الممكن تعريف قيمة الشركة على أنها صافي القيمة الحالية لاستثمارات الشركة بحيث تزيد القيمة الحالية الموجبة للمشاريع من قيمة الشركة، وتفترض النظرية المالية (Finance Theory) أن المسؤولية الأساسية للمديرين تعظيم قيمة المساهمين ويجب عليهم الوفاء بمسؤولياتهم من خلال الاستثمار في مشاريع تكون صافي قيمتها الحالية موجبة (Min and Prather,2001,p269).

ومن الجدير بالذكر أن إدارة الشركة تحتفظ بالنقد لأسباب مختلفة, حيث من المفترض إن يكون هدفها تعظيم قيمة الشركة, وعند تقييم المستثمرين للشركة يحددوا قيمة للموجودات النقدية بناء على استخداماتها المحتملة (Pinkowitz and Williamson,2002,P2). وعند استخدام المبالغ الموجودة داخل الشركة لمنافع شخصية يتوقع خصم تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة المتوقع استهلاكها من قيمة الشركة وكذلك تقيم التوزيعات النقدية علاوة (Premium) على قيمتها النقدية (Pinkowitz et al.,2006,P2726). ومن جهة أخرى فان التدفقات النقدية الحرة قد تعظم من قيمة الشركة وتخدم مصالح المساهمين من خلال تقليل تكاليف التمويل الخارجي (Mikkelson and Megan,2003,P287).

وتعد نسبة (Tobin's q) أكثر المؤشرات شيوعا لقياس قيمة الشركة حيث تقيس العلاقة بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية بحيث يفترض نموذج (Tobin's q) أن القيمة السوقية

للشركة هي صافي القيمة الحالية للمشاريع الحالية بالإضافة إلى صافي القيمة الحالية لفرص النمو المتوقعة، وإذا ما كانت إدارة الشركة تستثمر فقط في مشاريع التي صافي قيمتها الحالي موجبة فان القيمة السوقية للشركة تزيد بما يساوي صافي القيمة الحالية القابلة للتحقق (Realized NPV)، وهذا يشير إلى إن صافي القيمة الحالية الموجبة للمشاريع يزيد من القيمة السوقية للشركة لتتجاوز القيمة الدفترية، وإما إذا ما قبلت إدارة الشركة تمويل مشاريع استثمارية صافي قيمتها الحالية سالب فان ذلك يقلل من قيمة الشركة السوقية (Min and Prather,2001,P269).

وعند احتساب نسبة (Tobin's q) نستطيع تحديد الشركات التي تمتلك فرص استثمارية ايجابية في ظل استمرار الإدارة الحالية والشركات التي لا تمتلك مثل هذه الفرص, في حين إن الشركات التي تكون فرصها الاستثمارية ايجابية من المرجح أن تستخدم التمويل الداخلي بطريقة ايجابية (Lang et al., 1991,P316). كما وتشير نسبة (Tobin's q) عندما تكون (Q>1) إلى أن القيمة السوقية للشركة أعلى من القيمة الدفترية مما يشير إلى أن الشركة تمتلك فرص استثمارية مربحة وعندما تكون قيمة (Q<1) فإن القيمة السوقية للشركة أقل من القيمة الدفترية.

الفصل الثالث
الدراسات السابقة وفرضيات الدراسة

ويتكون هذا الفصل مما يلي:

المقدمة

في الفصل السابق تم استعراض الإطار النظري للدراسة وقد تبين أوجه التوافق والتعارض حول صلاحية نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة والعوامل التي تؤثر على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، وسيتم في هذا الفصل استعراض الدراسات السابقة المتعلقة بالتدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة والعوامل المؤثرة عليها والمحددة لها، كذلك سيتم عرض فرضيات الدراسة وسوف يتم تصنيف هذه الدراسات إلى:

1. الدراسات الأجنبية وتنقسم إلى:

أ- دراسات تتعلق بتأثير تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة على أداء الشركات.

ب- دراسات تتعلق بدور أدوات الحوكمة في الحد من تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة.

2. الدارسات العربية.

1.3 الدراسات الأجنبية

1.1.3 دراسات تتعلق بتأثير تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة على أداء الشركات.

المقدمة

إن الدراسات التي تقيس أثر التدفقات النقدية الحرة على أداء وقيمة الشركة جاءت في معظمها ضمن منهجية دراسة الحدث (Event Study Methodology)، وتعتمد هذه المنهجية في تقييم أداء وقيمة الشركة من خلال قياس أثر حدث معين على الأداء والقيمة وتأتي صلاحية هذا المدخل من أن السوق يتصف بالكفاءة وتنعكس أثاره الإحداثية على الفور في أسعار الأوراق المالية (Mackinlay,1997,p13).

دراسة (Jensen,1986)، بعنوان: **Agency Costs of Free Cash Flow ,Corporate Finance ,and Takeovers".**

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين مستوى التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة، وإظهار منافع الدين والاستحواذ العدائي في تقليل تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة. وقد استعانت الدراسة ببراهين من عمليات إعادة الهيكلة المالية (Financial Restructuring) وعمليات شراء حصص مسيطرة في الشركات بأموال مقترضة (Leveraged Buyout) وتحول الشركات من مساهمة عامة إلى شركات خاصة (Going Private) وذلك خلال الفترة ما بين (1970–1985) في الولايات المتحدة الأمريكية.

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. إن تعارض المصالح بين المديرين والمالكين يكون أخطر عند وجود تدفقات نقدية حرة كبيرة والتي من الممكن أن تقوم إدارة الشركة بإهدارها في مشاريع عوائدها أقل من تكلفة رأس المال.

2. إن ارتفاع الدين يزيد من الكفاءة المؤسسية للشركات التي تمتلك تدفقات نقدية حرة كبيرة ومشاريع استثمارية عوائدها قليلة وذلك من خلال إلزامها بدفع التدفقات النقدية الحرة ومنع إهدارها في مثل هذا النوع من المشاريع، كما أن الدين أداة بديلة عن التوزيعات النقدية وأكثر فعالية منها في حل مشكلة الوكالة للتدفق النقدي الحر.

3. إن عمليات الاستحواذ والاندماج ناتجة عن تعطيل الرقابة الداخلية في الشركات التي تمتلك تدفقات نقدية حرة كبيرة ويوجد لديها سعة غير مستغلة من الدين وآفاق نمو ضعيفة، كذلك تعتبر عمليات الاستحواذ والاندماج حصيلة تعارض المصالح بين المديرين والمالكين, كما وأنها أحد أدوات السيطرة على مشكلة الوكالة وذلك من خلال مساعدة الشركات على تحقيق أهدافها الاقتصادية.

4. إن منافع عمليات الاستحواذ الممولة بالنقد والدين أكبر من تلك الممولة بالأسهم ويرتبط ذلك بفرص النمو ومستوى التدفقات النقدية الحرة.

دراسة (Jensen,1989)، بعنوان:

"Eclipse of The Public Corporation".

هدفت هذه الدراسة إلى تفسير التغير المؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية ونشوء شركات حديثة تستخدم الدين العام والخاص بدلا من الملكية وحلول هذه الشركات مكان الشركات المساهمة العامة (public corporations)، وسعت الدراسة إلى توضيح دور الشركات الحديثة في حل مشكلة تعارض المصالح بين المديرين والمالكين حول استخدام موارد الشركة والرقابة عليها. وقد استعانت الدراسة ببراهين من عمليات الاكتتابات الخاصة (private placement) وإعادة شراء الأسهم وعمليات شراء حصص مسيطرة في الشركات بأموال مقترضة (Leveraged Buyout) وتحول الشركات من مساهمة عامة إلى شركات خاصة

(Going Private) وعمليات الاستحواذ وعمليات إعادة هيكلة الشركات والقطاعات وكان ذلك في بداية ومنتصف عقد الثمانينيات في الولايات المتحدة الأمريكية.

وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية :

1. إن الضعف الرئيسي في الشركات المساهمة العامة ناتج عن تعارض المصالح بين المالكين والمديرين على كيفية التصرف في التدفقات النقدية الحرة، ويجب على هذه الشركات توزيع التدفقات النقدية الحرة على المساهمين, لتتمكن من تعظيم ثروتهم وتحسين الكفاءة التشغيلية للشركة.
2. إن الشركات المساهمة العامة تبقى خيار مقبول للقطاعات الصناعية التي في مرحلة النمو والتي تمتلك فرص استثمارية مربحة تزيد عن حجم التدفقات النقدية الحرة الموجود لديها ولم تعد ملائمة للقطاعات الصناعية التي تنمو ببطء.
3. إن الشركات الناشئة حديثا والتي تستخدم الدين العام والخاص بدلا من الملكية حققت مكاسب ملحوظة في كفاءة التشغيل والإنتاجية وزيادة ثروة المالكين وعززت الأداء الاقتصادي والتنافسي للشركات الأمريكية.

لا يوجد إلزام تعاقدي بين المالكين والمديرين للاستمرارية بدفع التوزيعات النقدية أو إعادة شراء الأسهم، بينما الدين يمنع حرية التصرف للإدارة (managerial discretion) من خلال إلزام المديرين على التخلص من التدفقات النقدية الحرة بالإضافة إلى أن الدين عامل مهم في التقليل من المشاريع الاستثمارية غير المربحة وأخطاء الإدارة.

دراسة (Lang et al.,1991)، بعنوان:

"A Test Of The Free Cash Flow Hypothesis :The Case of Bidder Returns".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار نظرية التدفقات النقدية الحرة من خلال عروض الاستحواذ (Trend Offers) التي تقدمها الشركات المستحوذة. وتكونت عينة الدراسة من (209) عرض استحواذ ناجح في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة ما بين (1968-1986). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي واختبار (T) ذي التباين غير المتساوي واختبار كروسكال والاس غير المعلمي (Nonparametric Kruskal-Wallis Statistic) ونماذج الانحدار المتعدد.

وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي ترتفع فيها نسبة (Tobin's q) تحقق مكاسب أفضل من عمليات الاستحواذ بالمقارنة مع الشركات التي تكون فيها نسبة (Tobin's q) منخفضة، وان خصائص الشركة المقدمة لعرض الاستحواذ المتمثلة بالملكية الإدارية ونسبة الديون وطريقة تمويل الاستحواذ واللوغريتم الطبيعي لحجم الشركة المستهدفة لا تؤثر على عوائد الشركة المقدمة لعرض الاستحواذ. وتوصلت الدراسة أيضاً إلى أن التدفقات النقدية الحرة للشركة المقدمة للعرض تفسر بنسبة كبيرة التباينات المقطعية (cross section variation) في عوائد الشركات المقدمة للعروض وبصورة أفضل من سلوك الإدارة المستهدفة (Target Management) مما يشير إلى التدفقات النقدية الحرة لا تؤدي إلى إعادة توزيع الثروة بين مقدمي العروض والشركات المستهدفة.

دراسة (Szewczyk et al.,1996)، بعنوان:

"The Valuation of Corporate R&D Expenditures: Evidence from Investment Opportunities and Free Cash Flow".

هدفت هذه الدراسة إلى بيان دور الفرص الاستثمارية والتدفقات النقدية الحرة في تفسير العوائد غير العادية الناتجة عن إعلانات زيادة مصاريف البحث والتطوير(R&D). وتكونت عينة الدراسة من (252) إعلان لزيادة مصاريف البحث والتطوير لـــــ (121) شركة مدرجة في بورصات نيويورك وأمكس الأمريكية خلال الفترة ما بين (1979-1992). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي وتحليل الانحدار المقطعي (Cross Sectional Regression Analysis).

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية مهمة بين نسبة (Tobin's q) للشركة من جانب واستجابة سعر السهم الناتج عن زيادة مصاريف البحث والتطوير من جانب آخر، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية للعوائد غير العادية الناتجة عن إعلانات البحث والتطور بكل من نسبة الزيادة في مصاريف البحث, والتطوير, ونسبة الدين ونسبة الملكية المؤسسية.

دراسة (Chen and Ho,1997)، بعنوان:
" Market Response to Product-Strategy and Capital-Expenditure Announcements in Singapore : Investment Opportunities and Free Cash Flow".

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أهمية الفرص الاستثمارية والتدفقات النقدية الحرة في تفسير استجابة السوق للإعلان عن استراتيجيات الإنتاج والنفقات الرأسمالية . وتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالي في سنغافورة خلال الفترة ما بين (1983-1994) بينما تكونت عينة الدراسة من (87) إعلان عن استراتيجيات الإنتاج لـــــ (45) شركة و (77) إعلان عن النفقات الرأسمالية لـــــ (77) شركة مختلفة. وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي و اختبار(T) للعينات المستقلة واختبار ولكوكسون (Wilcoxon z-STATIST) و اختبار كروسكال ولاس غير المعلمي كما تم استخدام تحليل الانحدار المقطعي.

وتوصلت الدراسة إلى أن إعلانات استراتجيات الإنتاج والنفقات الرأسمالية ترتبط بعائد إيجابي غير عادي، وينظر للاستثمار في الشركات التي تمتلك فرص استثمارية جيدة على أنه جدير بالاهتمام وبالعكس للشركات التي تمتلك فرص استثمارية ضعيفة.

دراسة (Brush et al., 2000)، بعنوان:

"The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة تأثير عوامل الوكالة وحوكمة الشركات على العلاقة ما بين نمو المبيعات والأداء وكذلك معرفة فيما إذا كانت الشركات التي لديها تدفقات نقدية حرة وحوكمة ضعيفة تنفق الأموال على نمو في المبيعات غير مربح. وتكونت عينة الدراسة من (1570) مشاهدة وبمتوسط (196) شركة أمريكية خلال الفترة ما بين (1988–1995)، وتم الحصول على البيانات المطلوبة من قواعد البيانات للشركات الأمريكية (COMPUSTAT). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي و تطوير نموذج للانحدار المتعدد مكون من معادلتين الأولى للأداء والثانية لنمو المبيعات.

وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. إن نمو المبيعات يؤدي إلى تحسين أداء الشركات التي لا تمتلك تدفقات نقدية حرة والشركات التي تمتلك مستوى قليل من التدفقات النقدية الحرة وبدون حوكمة قوية والشركات التي تمتلك مستوى قليل من التدفقات النقدية الحرة ويديرها المالك.
2. إن أنواع مختلفة من الحوكمة القوية تؤثر على نمو المبيعات والأداء بأشكال مختلفة، والشركات التي يديرها المالك وتمتلك تدفقات نقدية حرة تستخدمها في نمو المبيعات بشكل أسرع من الشركات التي لا تمتلك تدفقات نقدية حرة مما يؤدي إلى أداء أفضل، كذلك الشركات التي تتكون ملكيتها من تكتلات الصناديق المشتركة (Mutual Fund

(Block Ownership) لا تستخدم التدفقات النقدية الحرة التي لديها في زيادة المبيعات عند مقارنتها مع الشركات التي يديرها المالك، وأن الشركات التي تمتلك تدفقات نقدية حرة ويديرها المالك تنمو بشكل أسرع من الشركات التي لا تمتلك تدفقات نقدية حرة.

دراسة (Gul,2001)، بعنوان:
" Free Cash Flow, Debt-Monitoring and Managers' LIFO/FIFO Policy Choice".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار القوة التفسيرية لنظرية التدفقات النقدية الحرة لقرارات المديرين لاختيار طرق تقييم المخزون الوارد أولا صادر أولا (FIFO) أو الوارد أخيراً صادر أولاً (LIFO) ، وتحديد فيما إذا كان الدين أداة رقابية فاعلة للتقليل من مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة. وتكونت عينة الدراسة من (352) مشاهدة للشركات المتداولة والمدرجة في البورصات الأمريكية والتي اختارت واستمرت بتطبيق طرق تقييم المخزون الوارد أولا صادر أولا و طريقة الوارد أولا صادر أخيرا خلال الفترة ما بين (1977–1981). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي وتحليل الارتباط وتحليل الانحدار اللوجستي.

وتوصلت الدراسة إلى أنه عندما تكون طريقة الوارد أخيراً صادر أولاً الطريقة المناسبة لتقليل الضريبة فإن المديرين يختارون طريقة الوارد أولا صادر أولا لزيادة أرباح الشركة وبالتالي زيادة المكافآت الإدارية ،مما لا يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة، ووجدت الدراسة أيضاً أن المديرين الذين يمتلكون تدفقات نقدية حرة كبيرة وفرص نمو قليلة وديون مرتفعة من المرجح أن يتخذون قرارات لمصلحة المساهمين من خلال اختيار طريقة الوارد أخيراً صادر أولاً.

دراسة (Chen et al.,2001)، بعنوان:

"Investment Opportunities, Free Cash Flow and Stock Valuation Effects of Corporate Investments: The Case of Taiwanese Investments in China".

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أهمية الفرص الاستثمارية والتدفقات النقدية الحرة في في تفسير استجابة سوق الأسهم لإعلانات الاستثمارات عبر الحدود (Cross-Boarder investments). وتكونت عينة الدراسة من (95) إعلان للاستثمارات لـــــ (71) شركة تايوانية مختلفة خلال الفترة ما بين (1991–1995). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي والاختبار المزدوج (T-Statistic) واختبار ولكوكسون و اختبار كروسكال ولاس غير ألمعلمي وتحليل الانحدار المقطعي.

وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التايوانية التي فرصها الاستثمارية جيدة تكون استجابة السوق لإعلانات استثماراتها في الصين إيجابية إلى حد كبير بينما الشركات التي تكون فرصها الاستثمارية ضعيفة تكون استجابة السوق لإعلاناتها سلبية.

دراسة (Min and Prather,2001)، بعنوان:

"Tobin's q, Agency Conflicts, and Differential Wealth Effects of International Joint Ventures".

هدفت هذه الدراسة إلى تفسير أثر نسبة (Tobin's q) والتدفقات النقدية الحرة على استجابة السوق لإعلانات المشاريع الدولية المشتركة (International Joint Ventures). وتكونت عينة الدراسة من (240) من إعلانات المشاريع الدولية المشتركة للشركات المدرجة في البورصات نيويورك واميكس الأمريكية خلال الفترة ما بين (1988–1992). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي واختبار (T) واختبار الإشارة غير ألمعلمي ذوي الطرفين (Nonparametric Binominal Sign Test) وتحليل الانحدار المقطعي.

وتوصلت الدراسة إلى وجود عوائد ايجابية قليلة ذات أهمية في تاريخ الإعلان عن المشاريع الدولة المشتركة، وأن نسبة (Tobin's q) عامل مهم في تحديد استجابة السوق لإعلانات المشاريع الدولية المشتركة وكلما ارتفعت النسبة تزيد العوائد غير العادية في تاريخ الإعلان، كما إن عامل التدفقات النقدية الحرة فقط ليس مهماً في تفسير استجابة السوق، وعند استخدام متغيرات وهمية (dummy variables) من التدفقات النقدية الحرة ونسبة (Tobin's q) في معادلات الانحدار تبين أن أغلبية ردود الفعل الإيجابية للسوق تكون للشركات المعلنة التي ترتفع فيها نسبة (Tobin's q) وتمتلك تدفقات نقدية حرة كبيرة .

دراسة (Freund et al., 2003)، بعنوان:

"Operating Performance and Free Cash Flow of Asset Buyers".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الأداء التشغيلي لمشتري الأصول ومستوى التدفقات النقدية الحرة وذلك لفترة السبع سنوات التي حول عمليات الشراء. تكونت عينة الدراسة من (552) من إعلانات شراء الأصول للشركات الصناعية خلال الفترة ما بين (1984-1996)، وتم الحصول على البيانات المطلوبة من قواعد البيانات الأمريكية (COMPUSTAT). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي وتحليل الانحدار المقطعي.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين العوائد في فترة الإعلان عن شراء الأصول ومستوى التدفقات النقدية الحرة للمشترين الذين تكون فرص النمو لديهم قليلة عند مقارنتها في الثلاثة سنوات التي تسبق شراء الأصول، وأن هذه الشركات تعاني من انخفاض كل من نسبة العائد على الأصول ونسبة معدل دوران الأصول.

دراسة (Gregory,2005)، بعنوان:

"The Long Run Abnormal Performance of UK Acquirers and The Free Cash Flow Hypothesis".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر مستوى التدفقات النقدية الحرة على الأداء طويل الأجل للشركات المستحوذة. وتكونت عينة الدراسة من جميع عمليات الاستحواذ للشركات المساهمة العامة المحلية المدرجة في المملكة المتحدة خلال الفترة ما بين (1984-1992) والبالغة (213) عملية استحواذ. وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي واختبار(T) البسيط ذي التباين غير المتساوي (Simple T-Test Assuming Unequal Variances) وتحليل الانحدار المتعدد.

وتوصلت الدراسة إلى أن مستوى التدفقات النقدية الحرة للشركات المستحوذة يؤثر على الأداء طويل الأجل بشكل إيجابي، وأنه لا توجد علاقة بين نسبة التمويل بالدين ونسبة (Tobin's q) من جهة والعوائد غير العادية بعد الاستحواذ من جهة أخرى..

دراسة (Hjelmstad et al.,2006) ، بعنوان:

"Open Market Share Repurchases in The UK: Evidence on the Agency Theory of Free Cash Flow".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار نظرية الإشارة ونظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة من خلال إعادة شراء الأسهم في الأسواق المفتوحة مع الأخذ بعين الاعتبار خصائص النمو للشركة المعلنة عن إعادة الشراء. وتكونت عينة الدراسة من (250) إعلان خلال الفترة ما بين (2001-2004) عن إعادة شراء الأسهم لـــ (231) شركة بريطانية مختلفة. وقد تم استخدم

أساليب الإحصاء الوصفي واختبار الأهمية الإحصائية من خلال اختبار (T) وتم استخدام تحليل الانحدار المتعدد للتمييز بين نظرية الإشارة ونظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية مهمة بين الشركات ذات النمو المرتفع والعوائد غير العادية لإعلانات إعادة شراء الأسهم, وكان ذلك باستخدام تعريفات متعددة للنمو، وإن راد الفعل الإيجابي للسوق المرتبط بإعلانات إعادة الشراء في المملكة المتحدة من الأفضل تفسيره من خلال نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة.

دراسة (Chang et al., 2007)، بعنوان:

"Investment Opportunities, Free Cash Flow, and Stock Valuation Effects of Secured Debt Offerings".

هدفت هذه الدراسة إلى بيان دور الفرص الاستثمارية والتدفقات النقدية الحرة في تفسير استجابة سعر السهم لإعلانات إصدار الدين المضمون. وتكونت عينة الدراسة من (247) من إعلانات الدين المضمون لـــــ (81) شركة مختلفة يتم تداول أسهمها في بورصات (نيويورك) و(اميكس) و(ناسداك) الأمريكية خلال الفترة ما بين (1992-1993). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي واختباري (T) ذي التباين غير المتساوي وذي التباين المتساوي (Equal Variance) واختبار ولكوكسون واختبار كروسكال ولاس غير المعلمي وتحليل الانحدار المقطعي.

وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات المعلنة ذات الفرص الاستثمارية الجيدة يكون استجابة سعر سهمها لإعلان الدين المضمون إيجابي، وعلى العكس تكون الاستجابة سلبية لإعلانات الدين المضمون للشركات التي تمتلك فرص استثمارية ضعيفة.

دراسة (Wang,2010)، بعنوان:

"The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة طبيعة العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة وأثر كل منهما على أداء الشركة. وتم اختيار عينة من (505) شركة مدرجة في بورصة تايوان في الفترة ما بين (2002-2007). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي وتحليل الارتباط ونماذج تحليل الانحدار المتعدد.

وتوصلت الدراسة إلى أن التدفقات النقدية الحرة تؤثر على تكاليف الوكالة بطرق مختلفة بحيث إنها سبب لتكاليف الوكالة نتيجة الاستهلاك المفرط (perquisite consumption) وعدم بذل الجهود المطلوبة (shirking behavior)، ومن جهة أخرى توصلت إلى أن التدفقات النقدية الحرة ناتجة عن كفاءة التشغيل الداخلي مما يؤدي إلى تحسين أداء الشركة، لا سيما وأن تكاليف الوكالة لها اثر سلبي على الأداء وعوائد الأسهم، وللتدفقات النقدية الحرة أثر إيجابي على مؤشرات الأداء للشركة.

دراسة (Chen and Fu , 2011)، بعنوان:

"An Examination of The Free Cash Flow and Information/Signaling Hypotheses Using Unexpected Dividend Changes Inferred from Option and Stock Prices: The Case of Regular Dividend Increases ".

هدفت هذه الدراسة إلى قياس التغير غير المتوقع في التوزيعات النقدية لاختبار كل من نظرية التدفقات النقدية الحرة ونظرية الإشارة . وقد شملت الدراسة إعلانات التوزيعات المنتظمة الربع سنوية للشركات الأمريكية غير المالية للفترة من (1996–2007)، وتكونت العينة النهائية للدراسة من (2135) من إعلانات التوزيعات غير المتوقعة (dividend surprises). وتلخصت منهجية الدراسة باستخدام أساليب الإحصاء الوصفي، واختبار(T) المعلمي واختبار (T) ذي الطرفين (Two-Taild T-test) واختبار ويلكوكسون للرتب ذات الإشارة (Wilcoxon Signed-Ranked Test) ونماذج الانحدار المتعدد.

وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. وجود علاقة إيجابية مهمة بين العائد غير العادي لفترة الإعلان ومستوى النقدية للشركات التي تكون قيمة (Tobin's q) فيها قليلة .
2. إن العلاقة الايجابية بين العائد غير العادي لفترة الإعلان ومستوى النقدية تكون أقوى في الشركات التي تكون قيمة (Tobin's q) فيها قليلة من الشركات التي تكون قيمة (Tobin's q) فيها كبيرة.
3. الشركات التي تكون فيها قيمة (Tobin's q) قليلة تخفض من النفقات الرأسمالية ونفقات البحث والتطوير لأربع سنوات مالية تتبع إعلانات زيادة التوزيعات.

دراسة (Habib, 2011)، بعنوان:

"Growth Opportunities, Earnings Permanence and the Valuation of Free Cash Flow ".

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر فرص النمو وجودة الأرباح على تقييم السوق للتدفقات النقدية الحرة. وتكونت عينة الدراسة من (7229) مشاهدة للشركات غير المالية المدرجة في بورصة استراليا خلال الفترة ما بين (1992–2005). وقد تم استخدام أساليب لإحصاء الوصفي وتحليل انحدار الخط الأساسي (Baseline Regressions) وتحليل الارتباط واختبار (T) ذو الطرفين وتحليل الانحدار التجميعي (Pooled Regressions Analysis).

وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تمتلك تدفقات نقدية حرة وفرص استثمارية جيدة لها علاوة إضافية عند التقييم (valuation premium)، وأن التدفقات النقدية الحرة ترتبط طرديا مع عائد السهم إذا كانت الأرباح تتضمن عوائد مؤقتة (Earnings Components Transitory).

دراسة (Boukrouma,2012)، بعنوان:
"The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance: Evidence from Jordan".

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة، وبيان أثر كل من التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة على أداء الشركة. وتكونت عينة الدراسة من (27) شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة ما بين (2000–2009). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي وطريقة المربعات الصغرى العادية.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة، كما وتوصلت إلى وأن فائض التدفقات النقدية الحرة الناتج عن كفاءة التشغيل الداخلي يحسن من أداء الشركة، ووجدت الدراسة أيضاً إن تكاليف الوكالة تؤثر سلبياً على أداء الشركة، وأنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة ومقاييس أداء

الشركة. وأوصت الدراسة الشركات الأردنية ببذل المزيد من الجهود للسيطرة على سلوك المديرين.

دراسة (Tseng, 2012) بعنوان:

"Impact on Agency Problems of China's Reform of The Split-Share Structure".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر تقسيم الأسهم (Split-Share) على مشاكل الوكالة، واختبار إذا ما كان تقسيم الأسهم يساعد في الحد من مشاكل الوكالة من خلال مشاهدة التغير في حساسية التدفق النقدي الاستثماري، وتكونت عينة الدراسة من (870) شركة مدرجة في البورصات الصينية خلال الفترة ما بين (2005-2006). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي وتحليل الانحدار للمربعات الصغرى العادية ونماذج البيانات الطولية (Panel Data Technique).

وتوصلت الدراسة إلى أن مشاكل الوكالة والإفراط في الاستثمار منتشرة في الشركات الصينية، وأن تقسيم الأسهم يساعد في تقليل حساسية التدفق النقدي الاستثماري بعد تقسيم الأسهم، مما يشير إلى أن تقسيم الأسهم يساعد في حل مشاكل الوكالة وتشير النتائج إلى أن تقسيم الأسهم يساعد في تعويض عدم الكفاءة الموجودة في السوق الرأسمالي.

2.1.3 دراسات تتعلق بدور أدوات التحكم في الحد من تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة.

مقدمة

توصي نظرية الوكالة باستخدام أدوات الحوكمة المؤسسية لتحسين أداء الشركات من خلال منع استخدام التدفقات النقدية الحرة لمصلحة المساهمين (Bursh,2000,p458)، ومن هذه الأدوات الدين (Jensen,1986) (Florackis, 2008) والتوزيعات النقدية (Jensen,1986) والملكية الإدارية (Agrawal and Jayaraman, 1994) (Gul and Tsui,2001) (McKnight and Weir,2009) وتركز الملكية (McKnight, & Weir, 2009) وحقوق المالكين القوية (Shareholder Rights) (Chen et. al, 2009) وخيارات الأسهم التنفيذية (Zhang, 2009) ورقابة السوق (Jensen,1986) (Lang et al, 1991).

دراسة **(Agrawal and Jayaraman , 1994)**، بعنوان:

"The Dividend Policies of All-Equity Firms: A Direct Test of The Free Cash Flow Theory".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار سياسة توزيع الأرباح والملكية الإدارية كآليات بديلة عن سياسة الدين في التقليل من تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة. وتم اختيار عينة من الشركات الممولة فقط بالملكية واختيار عينة مطابقة لها بالصناعة والحجم من الشركات الممولة بالدين، حيث تكونت العينة النهائية من (71) زوجاً متماثلاً من الشركات الأمريكية خلال الفترة ما بين (1979-1983). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي، واختبار (T) ذي الطرفين واختبار ويلكوكسون للرتب ذات الإشارة، وطريقة المربعات الصغرى العادية وتحليل الانحدار المتعدد المتغيرات (Multivariate Regression Analysis).

وتوصلت الدراسة إلى أن نسبة (Dividend yield Ratio) ونسبة (Payout Ratio) تكون أعلى في الشركات الممولة بالملكية من الممولة بالدين، وأن الوسيط (Median) لنسبة (Payout Ratio) يكون أعلى في الشركات الممولة بالملكية بنسبة (90%) من الشركات الممولة بالدين، وأن الوسيط لنسبة (Dividend yield Ratio) للشركات الممولة بالملكية أعلى من الشركات الممولة بالدين بنسبة (11%) مما يتفق مع نظرية استخدام التوزيعات النقدية كأداة بديلة للدين للتقليل من تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات الممولة فقط بالملكية. ووجدت الدراسة داخل مجموعة الشركات الممولة بالملكية أن الشركات التي لا يوجد فيها نسبة عالية من الملكية الإدارية تكون نسبة (Payout Ratio) لها مرتفعة, مما يدعم نظرية استخدام التوزيعات النقدية والملكية الإدارية كأدوات بديلة (Substitute Mechanisms), للتقليل من تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات الممولة فقط بالملكية.

دراسة **(Agrawal and Knoeber, 1996)** بعنوان:
" Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار سبعة من أدوات السيطرة على مشكلة الوكالة بين المديرين والمالكين وهي الملكية الداخلية والملكية المؤسسية والتكتلات الكبيرة (Large Blockholders) واختيار أعضاء خارجيين في مجالس الإدارة (Use of Outside Directors) وسياسة الدين وأسوق عمل المديرين (The Managerial Labor Market) ورقابة السوق (The Market for Corporate Control). وشمل مجتمع الدراسة اكبر (800) شركة مدرجة في البورصات الأمريكية خلال الفترة ما بين (1981-1987)، وتكونت عينة الدراسة من (383) شركة. وقد

تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية المقطعية، وطريقة المربعات الصغرى ذات الخطوتين.

وتوصلت الدراسة إلى أن تحليل الانحدار المقطعي للمربعات الصغرى العادية لأداء لأداء الشركة باستخدام أداة واحدة من أدوات الرقابة على تكاليف الوكالة يكون مضللاً، وعند استخدام معادلات الانحدار للمربعات الصغرى منفصلة تكون هناك علاقة إيجابية مهمة إحصائيا بين الأداء. وأربع أدوات للرقابة على تكاليف الوكالة وهي الملكية الداخلية واختيار أعضاء خارجيين في مجلس الإدارة والدين ورقابة السوق ولا يظهر ذلك عند إدخال جميع الأدوات في معادلة الانحدار، وعند استخدام نموذج المعادلات الآنية (simultaneous systems framework) والذي لا يظهر تأثير كل من الدين ورقابة السوق.

دراسة (Gul and Tsui,2001) بعنوان:

"Free Cash Flow, Debt Monitoring, and Audit Pricing: Further Evidence on the Role of Director Equity Ownership".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وأتعاب التدقيق لمستويات مختلفة من الملكية الإدارية، واختبار تأثير الدين على هذه العلاقة، وفيما إذا كان أداة بديلة عن الملكية الإدارية. وتم اختيار عينة من (140) مشاهدة للشركات غير المالية المدققة من الشركات الستة الكبرى والمدرجة في بورصة استراليا خلال الفترة ما بين (1992–1993). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي وطريقة المربعات الصغرى العادية.

وتوصلت الدراسة إلى أن تكاليف الوكالة من المحتمل ارتفاعها في الشركات التي تكون فرص النمو لديها قليلة وتمتلك تدفقات نقدية حرة كبيرة وتنخفض فيها الملكية الإدارية، ووجدت الدراسة أدلة على الدور الرقابي للدين في تقليل تكاليف الوكالة في الشركات التي

تنخفض فيها الملكية الإدارية والتدفقات النقدية الحرة، كما توصلت إلى أن مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة ترتبط بأتعاب التدقيق كما أن المدققين يدركون المخاطر المتأتية من الشركات قليلة النمو ويوجد دوافع لدى مديريها لاتخاذ قرارات لا تعظم من قيمة الشركة، وأضف إلى أن أدوات التحكم الدين وملكية المدير تستخدم كأدوات بديلة للتقليل من تكاليف الوكالة.

دراسة (Florackis, 2008)، بعنوان:

"Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK firms"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار فعالية أدوات التحكم في التقليل من مشكلة الوكالة وذلك من خلال التحقق من أثر كل من هياكل الملكية, ورأس المال، ومجلس الإدارة, والمكافآت الإدارية على تكاليف مشكلة الوكالة والتي تم قياسها من خلال معدل دوران الأصول ونسبة المصاريف الإدارية والعمومية والبيعية (SG&A). وتكونت عينة الدراسة من (897) شركة بريطانية متداولة خلال الفترة ما بين (1999-2003). وقد تم استخدام أساليب الاحصاء الوصفي ومصفوفة ارتباط بيرسون وتحليل الانحدار المقطعي والتحليل المتعدد المتغيرات.

وتوصلت الدراسة إلى أن الملكية الإدارية وتركز الملكية والديون قصيرة الأجل ومكافآت الإدارة مهمة في تحديد مستوى تكاليف الوكالة للشركة، وأن الشركات التي يكون النمو لديها مرتفعاً تمتلك نسبة دوران الأصول (Assets Turnover Ratio) فيها منخفضة ونسبة المصاريف مرتفعة (Expense Ratio) بالمقارنة مع الشركات قليلة النمو، ووجدت الدراسة أدلة قوية على تأثير بعض أدوات التحكم على تكاليف الوكالة تبعا لفرص النمو.

دراسة (Zhang , 2009)، بعنوان:

"Are Debt and Incentive Compensation Substitutes in Controlling The Free-Cash Flow Agency Problem?".

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر أدوات هيكل رأس المال ومكافآت الإدارة في مراقبة مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة. وتكونت عينة الدراسة من (1557) مشاهدة للشركات الأمريكية المدرجة في مؤشر (Standard & Poor's) الأمريكي خلال الفترة ما بين (1993-2004). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي ونموذج انحدار التأثيرات الثابتة المكون من معادلة واحدة ونموذج المعادلات الآنية.

وتوصلت الدراسة إلى أن الدين وخيارات الأسهم (Executive Stock Options) أدوات بديلة في تقليل من مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، وأن عدم التبادل والتداخل بينهما يقلل من الآثار الاقتصادية والدور الرقابي لكل منهما، وعند استخدام نموذج الانحدار لمعادلة واحدة تبين أن استثمارات الشركة (النفقات الرأسمالية، والاستثمار الكلي، والاستثمار غير العادي) تنخفض مع ارتفاع نسبة الرافعة المالية ويتضح ذلك في الشركات قليلة النمو، كما وجدت الدراسة أن خيارات الأسهم تقلل من حساسية التدفق النقدي الاستثماري ويتركز ذلك أيضا في الشركات قليلة النمو مما يدعم أن الدين وخيارات الأسهم تقلل من مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، وعند استخدام نموذج المعادلات الآنية لاختبار الاستبدالية بين الدين خيارات الأسهم وعند ضبط التداخل (controlling endegeity) تظهر النتائج التالية:

1. تقلل الدين وخيارات الأسهم أدوات من مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة.
2. هناك علاقة سلبية بين الرافعة المالية وخيارات الأسهم في الشركات التي تعاني من مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة على وجه التحديد، مما يشير إلى أن الدين والخيارات التنفيذية أدوات بديلة في حل مشكلة الوكالة.

دراسة (McKnight and Weir, 2009)، بعنوان:

"Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر متغيرات الحوكمة والملكية على تكاليف الوكالة باستخدام مؤشرات مختلفة لتكاليف الوكالة وهي معدل دوران الأصول ومتغير مكون من تأثير التدفقات النقدية الحرة وفرص النمو وعدد عمليات الشراء (Acquisitions). وتكونت عينة الدراسة من (534) مشاهدة لـــــ (128) شركة بريطانية غير مالية مدرجة في مؤشر الأسهم (FTSE-100) خلال الفترة ما بين (1996-2000). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي و مصفوفة ارتباط بيرسون وكل من نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effect Regression) ونموذج انحدار توبت (Tobit Regression) ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect Model).

وتوصلت الدراسة إلى أن التغير في هيكل مجلس الإدارة لا يؤثر على تكاليف الوكالة، وأن وجود لجنة الترشيح (Nomination Committee) يزيد من تكاليف الوكالة مما يشير إلى أن تكاليف الوكالة ترتبط أحيانا بأدوات حوكمة محددة، ووجدت الدراسة أيضاً أن زيادة كل من ملكية أعضاء مجلس الإدارة والدين يقلل من تكاليف الوكالة.

دراسة (Al-Kuwari , 2009)، بعنوان:

"Determinants of The Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries".

توصلت هذه الدراسة إلى الكشف عن العوامل المحددة لسياسات التوزيعات النقدية وهي الملكية الحكومية، والتدفقات النقدية الحرة، وحجم الشركة, ونسبة النمو, وفرص النمو، ومخاطرة الشركة، وربحية الشركة. وتكونت عينة الدراسة من (191) شركة غير مالية مدرجة في

بورصات مجلس التعاون الخليجي وهي الكويت والسعودية والدوحة ومسقط والبحرين خلال الفترة ما بين(1999-2003). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي ونماذج التأثيرات العشوائية توبت.

وتوصلت الدراسة إلى أن سياسة دفع التوزيعات النقدية مرتبطة إلى حد كبير ومباشر بكل من الملكية الحكومية وحجم الشركة، وربحيتها ومرتبط بشكل سلبي بنسبة الدين، ووجدت الدراسة أن الشركات توزع أرباحا بهدف تقليل مشكلة الوكالة سعياً للحفاظ على سمعة الشركة (Firm Reputation).

دراسة (Chen et. al.,2009)، بعنوان:

" Agency Costs of Free Cash Flow and The Effect of Shareholder Rights on The Implied Cost of Equity Capital".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة دور حقوق المساهمين (Shareholder Rights) في تقليل تكلفة حقوق الملكية، كذلك بيان أثر مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة على هذه العلاقة. وتكونت عينة الدراسة من (13140) مشاهدة لـــــ (2161) شركة خلال الفترة ما بين (1990-2004) في الولايات المتحدة الأمريكية. وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي ومعامل ارتباط (بيرسون) و(سبيرمان) وتحليل انحدار الخط الأساسي ونموذج التأثيرات الثابتة وطريقة المربعات الصغرى ذات الخطوتين وتحليل الانحدار التجميعي

وتوصلت الدراسة إلى أن حقوق المالكين القوية تؤثر بشكل كبير على تقليل التكلفة الضمنية لحقوق الملكية (Implied Cost of Equity) بالمقارنة مع حقوق المالكين الضعيفة، وتوصلت الدراسة إلى أن دور حقوق المالكين في تقليل تكلفة الملكية يكون أوضح في الشركات التي تعاني من مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة.

دراسة (Ben Moussa and Chichti,2011)، بعنوان:

"Interactions between Free Cash Flow, Debt Policy and Structure of Governance: Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار فعالية هيكل الملكية وسياسة الدين كآليات لحل مشكلة الوكالة المتعلقة في الإفراط بالاستثمار بين المالكين والمديرين. وتكونت عينة الدراسة من (206) مشاهدة لـــ (35) شركة غير مالية مدرجة في بورصة تونس خلال الفترة ما بين(1999-2008). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي ومصفوفة ارتباط (بيرسون) وطريقة المعادلات الآنية للمربعات الصغرى ذات المراحل الثلاثة.

وتوصلت الدراسة إلى أن سياسة الدين هي أداة التحكم الأساسية للحد من خطر التدفقات النقدية الحرة، وأن الملكية الإدارية وملكية الدولة تؤثران سلبيا على مستويات التدفقات النقدية الحرة، وعلى العكس من ذلك فإن تركز الملكية يزيد من خطر التدفقات النقدية الحرة ولكن تأثير الملكية المؤسسية على التدفقات النقدية الحرة غير واضح.

دراسة (Utami and Inanga,2011)، بعنوان:

" Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة فيما إذا كانت الشركات التي لديها مستوى كبير من التدفقات النقدية الحرة تراقب تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، كذلك تحديد أثر تكاليف الوكالة على سياسة التوزيعات النقدية والرافعة المالية, ومعرفة الاختلاف في مستويات تكاليف الوكالة للشركات التي تدفع توزيعات نقدية منتظمة وتلك التي لا تدفع توزيعات نقدية منتظمة للمساهمين. وشمل مجتمع الدراسة الشركات المدرجة في بورصة اندونيسيا خلال الفترة (1994-2007) بينما تكونت عينة الدراسة من (26) شركة من قطاعات صناعية مختلفة. وقد

تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي وتحليل الانحدار الخطي واختبار (Durbin Watson) وتحليل الانحدار المتعدد.

وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي ومهم إحصائيا للتدفقات النقدية الحرة على سياسة توزيع الأرباح، وأثر ايجابي ومهم إحصائيا للتدفقات النقدية الحرة على الرافعة المالية، وأثر سلبي غير مهم إحصائيا لفرص النمو على سياسة توزيع الأرباح، ووجدت الدراسة أثراً ايجابياً ومهماً إحصائيا للتدفقات النقدية الحرة على سياسة توزيع الأرباح للشركات التي وزعت أرباحاً نقدية لمدة خمس سنوات وأثر سلبياً ومهماً إحصائيا للشركات التي لم توزع أرباحاً نقدية لخمس سنوات، وأثراً ايجابياً غير مهم إحصائيا لتكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة على الرافعة المالية في كلا النوعين من الشركات.

دراسة (Al Taleb , 2012)، بعنوان:
" Measurement of Impact Agency Costs Level of Firms on Dividend and Leverage Policy: An Empirical Study".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار نظرية التدفقات النقدية الحرة في ظل سياسة توزيع الإرباح. وتكونت عينة الدراسة من (60) شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة ما بين (2007-2011). وقد تم استخدام تحليل الانحدار البسيط و المتعدد.

وتوصلت الدراسة إلى أن للتدفقات النقدية الحرة تأثيراً سلبياً ومهماً إحصائيا على سياسة توزيع الأرباح وتأثيراً ايجابياً ومهماً إحصائيا على الرافعة المالية، وعند استخدام كل من المخاطرة، والرافعة المالية، وفرص النموء والتدفقات النقدية الحرة، والحجم والربح, ونسبة الأرباح المحتجزة، إلى القيمة الدفترية للملكية كمؤشرات لمستوى تكاليف الوكالة لاختبار تأثيرها على سياسة توزيع الأرباح كان فقط تأثيراً سلبياً للتدفقات النقدية الحرة وتأثيراً ايجابياً لكل من الرافعة المالية والربح على توزيع الأرباح.

دراسة (Al- Shubiri et al.,2012) بعنوان:

" The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: An Empirical Investigation".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة دفع التوزيعات.

وتكونت عينة الدراسة من (56) مشاهدة لجميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان وذلك خلال الفترة من (2005–2009). وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي وتحليل الانحدار المتعدد.

وتوصلت الدراسة إلى أن هيكل الملكية ملائم لفهم سياسة التوزيعات النقدية للشركات الأردنية وذلك بوجود علاقة سلبية مهمة بين الملكية المؤسسية والتوزيعات النقدية (dividend per share) وجود علاقة سلبية مهمة بين ملكية الدولة ومستوى الأرباح الموزعة على المساهمين، وأنه عند ارتفاع ملكية أكبر خمسة مساهمين يكون هناك ارتفاع بنسبة دفع للتوزيعات، ووجدت الدراسة تأثيراً قوياً للتدفقات النقدية الحرة على سياسة توزيع الأرباح، وتأثيراً سلبياً مهماً لحجم الشركة على مستوى توزيع الأرباح، كما توصلت إلى أن الشركات التي تمتلك فرص استثمارية جيدة من المرجح أن توزع أرباحاً بينما الشركات التي يكون لديها الرافع المالي مرتفع توزع مستوى أقل من الأرباح.

دراسة (Alfaraih et al. ,2012)، بعنوان:

" The Influence of Institutional and Government Ownership on Firm Performance: Evidence from Kuwait".

هدفت الدراسة إلى بيان أثر الملكية المؤسسية والملكية الحكومية على أداء الشركات المدرجة في بورصة الكويت، وتم قياس الأداء بنسبة (TOBIN S Q) والعائد على الأصول.

وتكونت عينة الدراسة من (134) شركة مدرجة في بورصة الكويت عام 2010. وقد تم

استخدام أساليب الإحصاء الوصفي و الارتباط الثنائي المتغير(Bivariate Correlation) تحليل الانحدار المتعدد.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الملكية المؤسسية والأداء وعلاقة سلبية بين الملكية الحكومية والأداء، كما وجدت الدراسة علاقة إيجابية بين دفع التوزيعات وأداء الشركات ووجود علاقة غير مهمة بين كل من حجم مجلس الإدارة و ازدواجية الأدوار التنفيذية والرقابية (Duality Role) وجودة التدقيق والأداء من جهة أخرى.

2.3 الدراسات العربية

دراسة (سالم وخشارمة ،2007)، بعنوان
"المحتوى ألمعلوماتي للتدفق النقدي الحر دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية ".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار المحتوى ألمعلوماتي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية والمتاح للمنشاة، واختبار المحتوى ألمعلوماتي النسبي والإضافي لكل من التدفق النقدي الحر المتاح للملكية والتدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة بالمقارنة مع المحتوى ألمعلوماتي للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية. وتكونت عينة الدراسة من (329) مشاهدة لـــ (58) شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة ما بين (1998-2003). وتم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي وتحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد وتحليل الارتباط.

وتوصلت الدراسة إلى وجود محتوى معلوماتي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية والمتاح للمنشأة، وأن المحتوى ألمعلوماتي للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية أفضل من المحتوى ألمعلوماتي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية، كما توصلت أيضًا إلى وجود محتوى معلوماتي إضافي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية علاوة على الأرباح المحاسبية، وعدم وجود محتوى

معلوماتي إضافي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية علاوة على صافي التدفقات النقدية التشغيلية. وأوصت الدراسة بضرورة تبني المستثمرين والمحللين الماليين والمديرين لمجموعة من المقاييس المالية المختلفة لتقييم أداء الشركات، كما أوصت بضرورة اهتمام مستخدمي القوائم المالية بالتدفق النقدي الحر. كما وتقترح الدراسة على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية الإفصاح عن التدفق النقدي الحر.

دراسة (مدفوني،2012)، بعنوان "أثر هيكل رأس المال والملكية على التدفقات النقدية الحرة للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي" .

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر كل من هيكل رأس المال والملكية على التدفقات النقدية الحرة. وتكونت عينة الدراسة من (56) شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة ما بين 2009–2000. وقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي ونموذج المعادلات الآنية.

وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات الصناعية الأردنية تحتفظ بنسبة منخفضة جدا من التدفقات النقدية الحرة قدرت بـ 5%، وهو ما يدل على عدم قدرتها على توفير التمويل الداخلي اللازم لتمويل فرصها الاستثمارية، كما أن الملكية المؤسسية أداة بديلة عن الدين في الحد من قدرة الإدارة على استخدام التدفقات لمصالحها الخاصة على حساب المالكين، إذ تبين أن الدين يزيد من حجم تلك التدفقات، وهذا ما أكده وجود علاقة إيجابية بين حجم التدفقات النقدية الحرة والرافعة المالية. كما و توصلت الدراسة إلى وجود علاقه طردية بين الرافعة المالية من جهة وكل من الأصول الملموسة، وحجم الشركة، وفرص النمو من جهة أخرى. بينما وجدت علاقة

عكسية بين الرافعة المالية وربحية الشركة، مؤيدة بذلك نظرية أولويات التمويل. وقد أوصت الدراسة أيضاً بضرورة اتخاذ الإجراءات اللازمة بهدف تخفيض القيود المفروضة على الشركات، ومحاولة إزالة العوائق التي تواجهها، بالإضافة إلى ضرورة زيادة مستوى الإفصاح في الشركات بهدف رفع مستوى الشفافية، والحد من مشكلة الوكالة.

دراسة (عبيدات،2013)، بعنوان
" تأثير مستوى تكاليف الوكالة للشركات على سياسة توزيع الأرباح دراسة ميدانية الأردن ".

هدفت هذه الدراسة إلى استقصاء أثر تكاليف الوكالة على سياسة توزيع الأرباح، ومعرفة فيما إذا كانت هذه العلاقة تتوافق مع فرضية التدفق النقدي الحر. وتكونت عينة الدراسة من (56) شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة ما بين (2004–2009). وقد تم استخدام أسلوب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين التدفقات النقدية الحرة, ونسبة توزيع الأرباح، ولم تكن هناك أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين درجة الرافعة المالية ونسبة توزيع الأرباح، ووجدت الدراسة علاقة طردية بين كل من الحجم والربحية ومعدل النمو من ناحية, ونسبة توزيع الأرباح من ناحية أخرى كما وأوصت الدراسة إدارة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان بزيادة نسبة توزيع الأرباح كإجراء وقائي لتخفيض التدفقات النقدية الحرة.

دراسة (النجار،2013)، بعنوان
" مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين دراسة اختبارية" .

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات, وذلك وفقا لمقاييس الأداء المحاسبية التقليدية وهي: العائد على الأصول, والعائد على حقوق الملكية، والعائد

على المبيعات, والقيمة السوقية للشركة التي تم احتسابها وفقاً لنموذج (Tobin's q)، وتحديد أي من هذه المقاييس أكثر تأثرا بالرافعة المالية.

وشمل مجتمع الدراسة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين وتكونت عينة الدراسة من (20) شركة خلال الفترة ما بين (2004–2011). وقد تم استخدام نماذج الانحدارات لتحليل البيانات واختبار الفرضيات على أساس التباطؤ الزمني.

وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي للرافعة المالية على مقاييس الأداء المحاسبية: العائد على الأصول, والعائد على حقوق الملكية, والعائد على المبيعات، ومعدل نمو المبيعات، ويمتد هذا الأثر لعدة سنوات لاحقة. كما توصلت إلى أن هناك أثرا سلبياً للرافعة المالية على القيمة السوقية للشركة بحسب نموذج (Tobin's q)، ويمتد هذا الأثر أيضا لعدة سنوات لاحقة. أضف إلى أن الدراسة توصي بأن تقوم إدارات الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بدراسة وتقييم مالي للهيكل التمويلي, بهدف الوصول إلى أفضل نسبة مثالية للرفعة المالية ضمن الهيكل التمويلي، وإقرار قوانين اقتصادية تتيح المجال للشركات المساهمة العامة في فلسطين استخدام قرض السندات وأدوات مالية أخرى.

وفيما يلي خلاصة بأهداف وعناوين الدراسات السابقة وأهم نتائجها:

جدول(3–1) ملخص الدراسات السابقة

الباحث وسنة	عنوان الدراسة	أهداف الدراسة	منهجية الدراسة	أهم النتائج
دراسات تتعلق بتأثير تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة على أداء الشركات				
(Jensen, 1986)	Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance ,and Takeovers	تحليل العلاقة بين مستوى التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة.	براهين من عمليات أعادة الهيكلة المالية وعمليات شراء حصص مسيطرة في الشركات بأموال مقترضة	الدين أداة رقابية مهمة وبديلة عن التوزيعات النقدية للحد من تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، وان عمليات التنويع الناتجة عن الاستحواذ والتوسع تؤدي إلى خسائر، وان عمليات

			وتحول شركات المساهمة العامة إلى خاصة والتغيرات في قطاع النفط	الاستحواذ الممولة بالدين والنقد تجني منافع اكبر من تلك الممولة بالأسهم لارتباطها بفرص النمو وتقليل مستوى التدفقات النقدية الحرة.
Jensen (1988 ,)	Eclipse of The Public Corporation	تفسير أسباب ظهور الشركات التي تستخدم الدين العام والخاص بدلا من الشركات المساهمة العامة وتوضيح اثر هذه المؤسسات الجديدة على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة.	براهين من عمليات الاكتتابات الخاصة وتحول الشركات العامة إلى خاصة والاستحواذ وإعادة الهيكلة	السبب الرئيسي لنشوء المؤسسات الحديثة هو اختلاف المصالح بين المساهمين والمديرين على استخدام التدفقات النقدية الحرة في شركات المساهمة العامة والتي يجب توزيعها على المساهمين بدلا من إهدارها، كما إن الشركات الجديدة تزيد من الكفاءة المؤسسية من خلال إلزام المديرين على دفع التدفقات النقدية الحرة.
Lang) et al. , (1991	A Test of The Free Cash Flow Hypothesis The Case of Bidder Returns	اختبار نظرية التدفقات النقدية الحرة من خلال عروض الاستيلاء (Trend Offers) التي تقدمها الشركات المستحوذة.	تحليل الانحدار المتعدد	الشركات التي ترتفع فيها نسبة (Tobin's q) تحقق مكاسب أفضل من عمليات الاستحواذ العدائي، وان التدفقات النقدية الحرة للشركات المقدمة لعروض الاستيلاء تفسر بنسبة كبيرة التباينات المقطعية لعوائد الشركات المقدمة لعروض الاستحواذ، تتفق النتائج مع نظرية التدفقات النقدية الحرة.
(Szewczyk et al, 1996)	The Valuation of Corporate R&D Expenditures: Evidence from Investment Opportunities and Free Cash Flow	توضيح دور الفرص الاستثمارية والتدفقات النقدية الحرة في تفسير العوائد غير الطبيعية الناتجة عن إعلانات زيادة مصاريف البحث والتطوير(R&D) .	تحليل الانحدار المقطعي	وجود علاقة ايجابية مهمة بين نسبة (Tobin's q) واستجابة سعر السهم، ووجود علاقة ايجابية بين العوائد غير العادية الناتجة عن إعلانات البحث والتطور وكل من نسبة الزيادة في مصاريف البحث والتطوير ونسبة الدين ونسبة الملكية المؤسسية، تتفق النتائج نظرية الفرص الاستثمارية.
(Chen and Ho , 1997)	Market Response to Product-Strategy and Capital-Expenditure Announcements in Singapore: Investment Opportunities and Free Cash Flow	اختبار أهمية الفرص الاستثمارية والتدفقات النقدية الحرة في تفسير استجابة السوق للإعلان عن استراتيجيات الإنتاج والنفقات الرأسمالية.	تحليل الانحدار المقطعي	أو عدم وجود فرص استثمارية عامل مهم في تقدير القيمة المحتملة لاستراتيجيات الإنتاج والنفقات الرأسمالية، تتفق النتائج مع نظرية الفرص لاستثمارية ولا تتفق مع نظرية التدفقات النقدية الحرة.
(Brush et al. , 2000)	The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance	معرفة تأثير عوامل الوكالة وحوكمة الشركات على علاقة نمو المبيعات والأداء.	تحليل الانحدار المتعدد	الشركات التي تمتلك تدفقات نقدية حرة تحقق إرباح اقل من نمو المبيعات، والملكية الإدارية تقلل من تأثير التدفقات النقدية الحرة على الأداء وان تكتلات الصناديق المشتركة لا تؤدي إلى تحسين الأداء من نمو المبيعات.

(Gul ,2001)	Free cash flow, debt-monitoring and managers' LIFO/FIFO policy Choice	اختبار القوة التفسيرية لنظرية التدفقات النقدية الحرة لاختيار المديرين لطرق المخزون الوارد أولا صادر أولاً أو الوارد أخيراً صادر أولاً، وإذا ما كان الدين أداة رقابية للتقليل من مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة.	تحليل الانحدار اللوجستي	إن مديرين الشركات التي تمتلك فرص نمو قليلة وتدفقات نقدية حرة كبيرة وديون مرتفعة من المرجح إن يتخذوا قرارات لمصلحة المساهمين باختيار طريقة الوارد أولا صادر أخيرا، تتفق النتائج مع نظرية التدفقات النقدية الحرة.
(Chen et al. , 2001)	Investment Opportunities, Free Cash Flow and Stock Valuation Effects of Corporate Investments: The Case of Taiwanese Investments in China	معرفة أهمية الفرص الاستثمارية والتدفقات النقدية الحرة في استجابة سوق الأسهم لإعلانات الاستثمارات عبر الحدود.	وتحليل الانحدار المقطعي	يستجيب السوق لإعلانات الاستثمارات عبر الحدود بشكل ايجابي للشركات التي تمتلك فرص استثمارية جيدة ، تتفق النتائج مع نظرية الفرص الاستثمارية ولم تتوصل الدراسة إلى نتائج تتفق مع نظرية التدفقات النقدية الحرة.
(Min and Prather , 2001)	Tobin's q, Agency fflicts, and Differential Wealth Effects of International Joint Ventures	تفسير اثر الفرص الاستثمارية والتدفقات النقدية الحرة على استجابة السوق لإعلانات المشاريع الدولية المشتركة.	تحليل الانحدار المقطعي	نسبة (Tobin's q) عامل مهم في تحديد استجابة السوق لإعلانات المشاريع الدولية ،تتفق النتائج مع نظرية الفرص الاستثمارية ولا تتفق مع نظرية التدفقات النقدية الحرة.
)Freund et al. , 2003(	perating Performance and Free Cash Flow of Asset Buyers	اختبار العلاقة بين الأداء التشغيلي لمشتريين الأصول والتدفقات النقدية الحرة لفترة السبع سنوات التي حول عمليات الشراء.	تحليل الانحدار المقطعي	علاقة سلبية بين العوائد في فترت الإعلان عن شراء الأصول والتدفقات النقدية الحرة للمشترين الذين توجد لديهم فرص نمو قليلة عند مقارنها مع عوائد الثلاثة سنوات التي تسبق شراء الأصول.
)Gregor y, 2005(	Long Run normal Performance of UK Acquirers and the Free Cash Flow Hypothesis	معرفة اثر التدفقات النقدية الحرة على الأداء طويل الأجل للشركات المستحوذة.	تحليل الانحدار المتعدد	التدفقات النقدية الحرة للشركات المستحوذة تؤثر على الأداء طويل الأجل بشكل ايجابي، ولا توجد علاقة بين كل من نسبة التمويل بالدين و نسبة (Tobin's q) من جهة والعوائد غير العادية بعد الاستحواذ. من جهة أخرى.

(Hjelmstad et al. , 2006)	en Market Share Repurchases In The UK: Evidence on The Agency Theory of Free Cash Flow	اختبار نظرية الإشارة ونظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة من خلال إعادة شراء الأسهم في الأسواق المفتوحة مع الأخذ بعين الاعتبار خصائص النمو للشركة المعلنة عن إعادة الشراء.	تحليل الانحدار المتعدد	علاقة سلبية مهمة بين الشركات ذات النمو المرتفع والعوائد غير العادية لإعلانات إعادة شراء، وإن راد الفعل الايجابي للسوق المرتبط بإعلانات إعادة الشراء في المملكة المتحدة من الأفضل تفسيرها من خلال نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة.
Chang) et al. , (2007	Investment Opportunities, Free cash flow, and Stock Valuation Effects of Secured Debt Offerings	معرفة دور الفرص الاستثمارية والتدفقات النقدية الحرة في تفسير استجابة سوق الأسهم لإعلانات إصدارات الدين المضمون.	تحليل الانحدار المقطعي	علاقة ايجابية مهمة بين الفرص الاستثمارية واستجابة سعر سهم الشركات المعلنة عن إصدارات الدين المضمون، تتفق النتائج مع نظرية الفرص الاستثمارية ولا تتفق مع نظرية التدفقات النقدية الحرة.
Wang ,) (2010	The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance	معرفة طبيعة العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة و تكاليف الوكالة واثر كل منهما على أداء الشركات.	تحليل الانحدار المتعدد	تزيد التدفقات النقدية الحرة من تكاليف الوكالة الناتجة عن الاستهلاك المفرط والتهرب ومن جهة أخر التدفقات النقدية الحرة ناتجة عن كفاءة التشغيل الداخلي ، وان تكاليف الوكالة تؤثر بشكل سلبي على الأداء وعوائد الأسهم وان هناك علاقة ايجابية مهمة بين التدفقات النقدية الحرة ومؤشرات الأداء للشركات مما لا تتفق مع نظرية التدفقات النقدية الحرة.
Chen) and Fu , (2011	An Examination of The Free Cash Flow and Information/ Signaling Hypotheses Using Unexpected Dividend Changes Inferred from Option and Stock Prices: The Case of Regular Dividend Increases	اختبار نظرية التدفقات النقدية الحرة ونظرية الإشارة من خلال قياس التغير غير المتوقع في التوزيعات النقدية.	تحليل الانحدار المتعدد	علاقة ايجابية بين العوائد غير العادية لفترة الإعلان والتدفقات النقدية الحرة وتكون هذه العلاقة أقوى في الشركات التي تكون نسبة (Tobin's q) لها قليلة ، كما إن هذه الشركات تخفض النفقات الرأسمالية ونفقات البحث والتطوير لأربع سنوات التي تتبع إعلانات زيادة التوزيعات وجاءت النتائج تتفق مع نظرية التدفقات النقدية الحرة.
(Habib , 2011)	Growth pportunities, Earnings Permanence and the Valuation of Free Cash Flow	اختبار اثر فرص النمو وجودة الأرباح على تقييم السوق للتدفقات النقدية الحرة.	تحليل الانحدار التجميعي	الشركات التي تمتلك تدفقات نقدية حرة وفرص استثمارية جيدة لها علاوة إضافية عند التقييم (Valuation Premium)، ووجود علاقة ايجابية بين التدفقات النقدية الحرة وعوائد الأسهم إذا ما كانت الأرباح تتضمن عوائد مؤقتة (Transitory

				.Earnings)
(Boukrouma , 2012)	The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance: Evidence From Jordan	تحديد العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة ، وتأثير كل منهما على أداء الشركة.	طريقة المربعات الصغرى العادية	وجود علاقة بين التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة، وان فائض التدفقات النقدية الحرة ناتج عن كفاءة التشغيل الداخلي مما يحسن أداء الشركة، كما أن تكاليف الوكالة تؤثر سلبا على أداء الشركة، ولا توجد علاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومقاييس أداء الشركة
(Tseng , 2012)	Impact on Agency Problems of China's Reform of the Split-Share Structure	اختبار إذا ما كان تقسيم الأسهم يساعد في الحد من مشاكل الوكالة	انحدار المربعات الصغرى العادية ونماذج البيانات الطولية	تقسيم الأسهم يساعد في تقليل حساسية التدفق النقدي الاستثماري بعد تقسيم الأسهم، مما يشير إلى إن تقسيم الأسهم يساعد في حل مشاكل الوكالة
دراسات تتعلق بدور أدوات التحكم في الحد من تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة				
(Agrawal and Jayaraman , 1994)	The Dividend Policies of All-equity Firms: A Direct Test of the Free Cash Flow Theory	اختبار سياسة توزيع الإرباح والملكية الإدارية كالآليات بديلة عن سياسة الدين للتقليل من تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة	طريقة المربعات الصغرى العادية و تحليل الانحدار المتعدد	نسبة (Dividend yield) ونسبة (Payout Ratio) أعلى في الشركات الممولة بالملكية من الشركات الممولة بالدين وان التوزيعات النقدية والملكية الإدارية تستخدم كأداة بديلة عن الدين لتقليل من تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة
(Agrawal and Knoeber , 1996)	Firm Performance and Mechanisms To Control Agency Problems between Managers and Shareholders	اختبار سبعة من أدوات السيطرة على مشكلة الوكالة بين المديرين والمالكين وهي: الملكية الداخلية و الملكية المؤسسية و التكتلات الكبيرة و اختيار خارجيين في مجالس الإدارة وسياسة الدين وأسوق عمل المديرين رقابة السوق	طريقة المربعات الصغرى العادية المقطعية ، وطريقة المربعات الصغرى ذات الخطوتين	دلائل على الارتباط المتبادل بين هذه الأدوات، وان نتائج معادلات الانحدار لأداة واحدة تكون مضللة ،ووجدت علاقة بين الأداء وأربع من هذه الأدوات وهي الملكية الداخلية وأعضاء مجالس الإدارة الخارجيين والدين ورقابة السوق وعند استخدام نماذج المعدلات الآنية فان تأثير الدين ورقابة السوق لا يظهر
(Gul and Tsui, 2001)	Free Cash Flow, Debt Monitoring, and Audit Pricing: Further Evidence on the Role of Director Equity Ownership	هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة و إتعاب التدقيق لمستويات مختلفة من الملكية الإدارية، كما تم اختبار تأثير الدين على هذه العلاقة وإذا ما كان أداة بديلة عن الملكية الإدارية.	*طريقة المربعات الصغرى العادية*	تكاليف الوكالة من المرجح أن تكون في الشركات التي تمتلك تدفقات نقدية حرة كبيرة وفرص نمو قليلة عندما تنخفض الملكية الإدارية، وان إتعاب التدقيق مرتبطة بمشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، والدين والملكية الإدارية أدوات بديلة للحد من تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة

الدراسة	عنوان الدراسة	الهدف	المنهجية	النتائج
(Florackis , 2008)	Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms	التحقق من اثر أدوات الحوكمة (هياكل الملكية ورأس المال ومجلس الإدارة والحوافز الإدارية) على تكاليف الوكالة	تحليل الانحدار المقطعي والتحليل المتعدد المتغيرات	الديون البنكية وتاريخ الاستحقاق (Debt Maturity) أدوات حوكمة مهمة، وإن الملكية الإدارية والمكافئات الإدارية وتركز الملكية ترتبط بشكل كبير بتكاليف الوكالة، كما إن تأثير أدوات الحوكمة الداخلية يختلف تبعا لفرص النمو.
Zhang) (, 2009	Are Debt and Incentive Compensation Substitutes In Controlling the Free CashFlow Agency Problem?	التحقق من اثر هيكل رأس المال والمكافئات الإدارية في مراقبة مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة	نموذج الانحدار التأثيرات الثابتة من معادلة واحدة بالإضافة إلى نموذج المعادلات الآنية	الدين وخيارات الأسهم التنفيذية أدوات بديلة في التقليل من مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، وان عدم التبادل والتداخل يودي إلى تقليل الأهمية والآثار الاقتصادية والدور الرقابي لكل منهما
(McKnight and Weir, (2009	Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis	التحقق من تأثير هيكل الملكية ورأس المال ومجلس الإدارة والمكافئات الإدارية على تكاليف مشكلة الوكالة	نموذج التأثيرات الثابتة و ولنموذج التأثيرات العشوائية ونموذج انحدار توبت	إن أدوات الملكية الإدارية وتركز الملكية والديون قصيرة الأجل والمكافآت الإدارية مهمة لتحديد مستوى تكاليف الوكالة وان الشركات ذات النمو المرتفع تكون نسبة دوران أصولها قليلة وتكون نسبة مصاريفها مرتفعة بالمقارنة مع الشركات قليلة النمو وتوصلت الدراسة إلى أدلة قوية على تأثير بعض أدوات الحوكمة على تكاليف الوكالة تبعا لفرص النمو
Al-) Kuwari , (2009	"Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries	تحديد اثر الملكية الحكومية والتدفقات النقدية الحرة وحجم الشركة ونسبة النمو وفرص النمو ومخاطرة الشركة وربحية الشركة على سياسة التوزيعات النقدية	نماذج التأثيرات العشوائية توبت	سياسة دفع التوزيعات النقدية مرتبطة إلى حد كبير ومباشر بالملكية الحكومية وحجم الشركة وربحيتها، ومرتبط بشكل سلبي بنسبة الدين، وتشير نتائج الدراسة إلى إن الشركات توزع إرباحا للتقليل من مشكلة الوكالة للحفاظ على سمعة الشركة
Chen) et. al. , (2009	Agency Costs of Free Cash Flow and the Effect of Shareholder Rights on the Implied Cost of Equity Capital	معرفة اثر حقوق المساهمين (Shareholder Right) في تقليل تكلفة حقوق الملكية، وتأثير مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة على هذه العلاقة	تحليل انحدار الخط الأساسي ونموذج التأثيرات الثابتة وطريقة المربعات الصغرى ذات الخطوتين وتحليل الانحدار التجميعي	حقوق المالكين القوية لها اثر كبير في تقليل التكلفة الضمنية لحقوق الملكية (Implied Cost of Equity) أكثر من حقوق المالكين الضعيفة، كما توصلت الدراسة إلى إن تأثير حقوق المالكين في تقليص تكلفة الملكية اكبر في الشركات التي تعاني بحده من مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة
Ben) Moussa and Chichti (, 2011	Interactions between Free Cash Flow, Debt Policy and Structure of Governance: Three Stage Least Square Simultaneous Model	اختبار كفاءة هيكل الملكية وسياسة الدين كآليات لحل مشكلة الوكالة الإفراط بالاستثمار بين المالكين والمدراء	طريقة المعادلات الآنية للمربعات الصغرى ذات المراحل الثلاثة	سياسة الدين أداة الحوكمة الأساسية للحد من خطر التدفقات النقدية الحرة ،وان الملكية الإدارية وملكية الدولة لها أيضا اثر سلبي على مستويات التدفقات النقدية الحرة وعلى عكس ذلك تركز الملكية يزيد من خطر التدفقات النقدية الحرة

	Approach			
Utami) and Inanga , (2011	Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia	معرفة فيما إذا كانت الشركات التي لديها مستوى مرتفع من التدفقات النقدية الحرة تراقب تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، وتحديد اثر تكاليف الوكالة على سياسة التوزيعات النقدية والرافعة المالية	تحليل الانحدار الخطي وتحليل الانحدار المتعدد	اثر سلبي كبير ومهم للتدفقات النقدية الحرة على سياسة توزيع الإرباح، واثر ايجابي على الرافعة المالية و اثر سلبي غير مهم لفرص النمو على سياسة توزيع الإرباح، واثر ايجابي ومهم للتدفقات النقدية الحرة على سياسة توزيع الارباح للشركات التي وزعت إرباح نقدية لمدة خمس سنوات و اثر سلبي ومهم إحصائيا للشركات التي لم توزع إرباح نقدية لخمس سنوات
Al) Taleb , (2012	Measurement of Impact Agency Costs Level of Firms on Dividend and Leverage Policy: An Empirical Study	اختبار نظرية التدفقات النقدية الحرة في ظل سياسة توزيع الإرباح	تحليل الانحدار البسيط و المتعدد	للتدفقات النقدية الحرة تأثير سلبي ومهم إحصائيا على سياسة توزيع الإرباح، وتأثير ايجابي ومهم إحصائيا على الرافعة المالية
Al-) Shubiri et (al.,2012	The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: An Empirical Investigation	اختبار العلاقة المحتملة بين هيكل الملكية وسياسة دفع التوزيعات	تحليل الانحدار المتعدد	علاقة سلبية مهمة بين الملكية المؤسسية و ملكية الدول من جهة ومستوى الإرباح الموزعة، وعند ارتفاع ملكية لكبر خمس مساهمين يكون ارتفاع بنسبة دفع للتوزيعات، ووجود تأثير قوي للتدفقات النقدية الحرة على سياسة توزيع الإرباح وتأثير سلبي مهم لحجم الشركة على مستوى توزيع الإرباح، وان الشركات التي تمتلك فرص استثمارية جيدة من المرجح إن توزع إرباحا والشركات التي يكون لديها الرافع المالي مرتفع توزع مستوى اقل من الإرباح
) Alfaraih et al. (,2012	The Influence of Institutional and Government Ownership on Firm Performance: Evidence from Kuwait	بيان اثر الملكية المؤسسية والملكية الحكومية على أداء الشركات	تحليل الانحدار المتعدد	وجود علاقة ايجابية بين الملكية المؤسسية والأداء وعلاقة سلبية بين الملكية الحكومية ولأداء، وعلاقة ايجابية بين الملكية المؤسسية والأداء وعلاقة سلبية بين الملكية الحكومية ولأداء ووجود علاقة غير مهمة بين كل من حجم مجلس الإدارة و ازدواجية الأدوار التنفيذية والرقابية (Duality Role) وجودة التدقيق والأداء من جهة أخرى
الدارسات العربية				
(سالم والخشارمة، 2007)	المحتوى ألمعلوماتي للتدفق النقدي الحر دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية	اختبار المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية والمتاح للمنشاة ،واختبار المحتوى المعلوماتي النسبي والإضافي لكل من	تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد وتحليل الارتباط	وجود محتوى معلوماتي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية والمتاح للمنشاة ،وأن المحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية أفضل من المحتوى ألمعلوماتي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية ،ووجود محتوى معلوماتي إضافي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية علاوة على الأرباح المحاسبية،وعدم وجود

		التدفق النقدي الحر المتاح للملكية والتدفق النقدي الحر المتاح للمنشاة بالمقارنة مع المحتوى المعلوماتي للإرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية		محتوى معلوماتي إضافي للتدفق النقدي الحر المتاح للملكية علاوة على صافي التدفقات النقدية التشغيلية
(مدفوني، 2012)	أثر هيكل رأس المال والملكية على التدفقات النقدية الحرة للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي	اختبار أثر كل من هيكل رأس المال والملكية على التدفقات النقدية الحرة	نموذج المعادلات الآنية	الشركات الصناعية الأردنية تحتفظ بنسبة منخفضة جدا من التدفقات النقدية الحرة قدرت بـ 5%، كما أن الملكية المؤسسية أداة بديله عن الدين في الحد من قدرة الإدارة على استخدام التدفقات لمصالحها الخاصة على حساب المالكين، ووجود علاقه طرديه بين الرافعة المالية من جهة وكل من الأصول الملموسة، حجم الشركة، وفرص النمو من جهة أخرى. بينما وجدت علاقة عكسية بين الرافعة المالية وربحية الشركة، مؤيدة بذلك نظرية أولويات التمويل
(عبيدات، 2013)	تأثير مستوى تكاليف الوكالة للشركات على سياسة توزيع الأرباح : دراسة ميدانية – الأردن	استقصاء أثر تكاليف الوكالة على سياسة توزيع الإرباح ، ومعرفة فيما إذا كانت هذه العلاقة تتوافق مع فرضية التدفقات النقدية الحرة	ل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية	وجود علاقة عكسية بين التدفقات النقدية الحرة ونسبة توزيع الإرباح، ولم تكن هناك إي علاقة ذات دلالة إحصائية بين درجة الرافعة المالية ونسبة توزيع الإرباح، ووجدت الدراسة علاقة طردية بين كل من الحجم والربحية ومعدل النمو من ناحية ونسبة توزيع الإرباح من ناحية أخرى
(النجار، 2013)	مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين دراسة اختباريه	اختبار أثر الرفعة المالية على الأداء المالي وفقا لمقاييس الأداء المحاسبية التقليدية وهي : العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات والقيمة السوقية للشركة التي تم احتسابها وفقاً لنموذج (Tobin's q) ، وتحديد إي منها أكثر تأثرا بالرافعة المالية	نماذج الانحدارات لتحليل البيانات واختبار الفرضيات على أساس التباطؤ الزمني	وجود أثر سلبي للرافعة المالية على مقاييس الأداء المحاسبية: العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات ومعدل نمو المبيعات، ووجود أثرا سلبياً للرفعة المالية على القيمة السوقية للشركة بحسب نموذج (Tobin's q)

المصدر : إعداد الباحث

3.3 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

يلاحظ من استعراض للدراسات السابقة وبحسب علم الباحث أن هناك ندرة في الدراسات العربية بشكل عام والدراسات الأردنية بشكل خاصة التي تناولت أثر التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة على الأداء، لذا من المأمول أن تزيد هذه الدراسة معرفتنا حول أثر التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة على أداء الشركات وذلك بالتطبيق على الشركات المدرجة في بورصة عمان. كذلك كما تم الإشارة إليه سابقا أن هذه الدراسة تندرج تحت الدراسات التي تحاول تفسير الظواهر وليس فقط الاكتفاء بوصفها، لذا سوف تستخدم هذه الدراسة المدخل الوضعي/الإيجابي (Positive Approach)، إن الاستخدام الأمثل لهذا المدخل يتطلب ابتداء تطوير فرضيات قابلة للاختبار (Testable Hypotheses) (Watts and Zimmerman,1978)، من تم اختبارها.

4.3 فرضيات الدراسة

واستنادا على نتائج الدراسات السابقة تم صياغة خمسة فرضيات مرتبة حسب أهداف الدراسة التي سبق وان تم ذكرها في الفصل الأول وهي:

- **الفرضية الأولى :**

H1: توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان.

- **الفرضية الثانية:**

H2: توجد علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة والأداء التشغيلي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان.

• الفرضية الثالثة:

3H: توجد علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين تكاليف الوكالة والأداء التشغيلي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان.

• الفرضية الرابعة:

4H: توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة وقيمة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان.

• الفرضية الخامسة:

5H: توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تكاليف الوكالة وقيمة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان.

الفصل الرابع
منهجية الدراسة

يتكون هذا الفصل من:

1.4 مجتمع وعينة الدراسة

2.4 متغيرات الدراسة

3.4 قياس متغيرات الدراسة

4.4 مصادر وطرق جمع البيانات

5.4 نماذج الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة

6.4 الأساليب الإحصائية المستخدمة

مقدمة

في هذا الفصل يتطرق الباحث الى مجتمع وعينة الدراسة، ومتغيرات الدراسة، وقياس متغيرات الدراسة، ومصادر وطرق جمع البيانات، كذلك نماذج الإنحدار المتعدد لإختبار فرضيات الدراسة، والأساليب الاحصائية المستخدمة.

1.4 مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة العامة الأردنية في القطاعين الصناعي والخدمي وعددها (130) شركة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من عام 2011 حتى نهاية عام 2012 ولا يشمل مجتمع الدراسة الشركات في قطاعي البنوك والتأمين وذلك لطبيعتها وخضوعها لتشريعات خاصة، في حين تتكون عينة الدراسة من جميع الشركات المدرجة والتي تنطبق عليها الشروط الآتية:

1. تتوفر البيانات المطلوبة عنها لحساب متغيرات الدراسة.
2. عدم توقف التداول أو تعليق التداول بأسهمها خلال فترة الدراسة للمحافظة على اتساق بيانات الدراسة.

وتكونت عينة الدراسة من (98) شركة صناعية وخدمية تنطبق عليها شروط العينة بحيث تمثل ما يقارب (75%) من مجتمع الدراسة، وتوجد أسماء هذه الشركات في الملحق رقم (1) من الدراسة.

2.4 متغيرات الدراسة

يوضح الشكل رقم (4-1) متغيرات الدراسة وتنقسم الدراسة الى جزئين رئيسيين وهما:

الجزء الاول: يهدف إلى معرفة طبيعة العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان:

ا. المتغير التابع: تكاليف الوكالة (Agency Cost).

ب. المتغير المستقل: التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flow)

الجزء الثاني: يهدف الى معرفة أثر التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة على أداء وقيمة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان:

ا. **المتغيرات التابعة وهي:**

- الأداء التشغيلي للشركة (Operating Performance).
- قيمة الشركة (Firm Value).

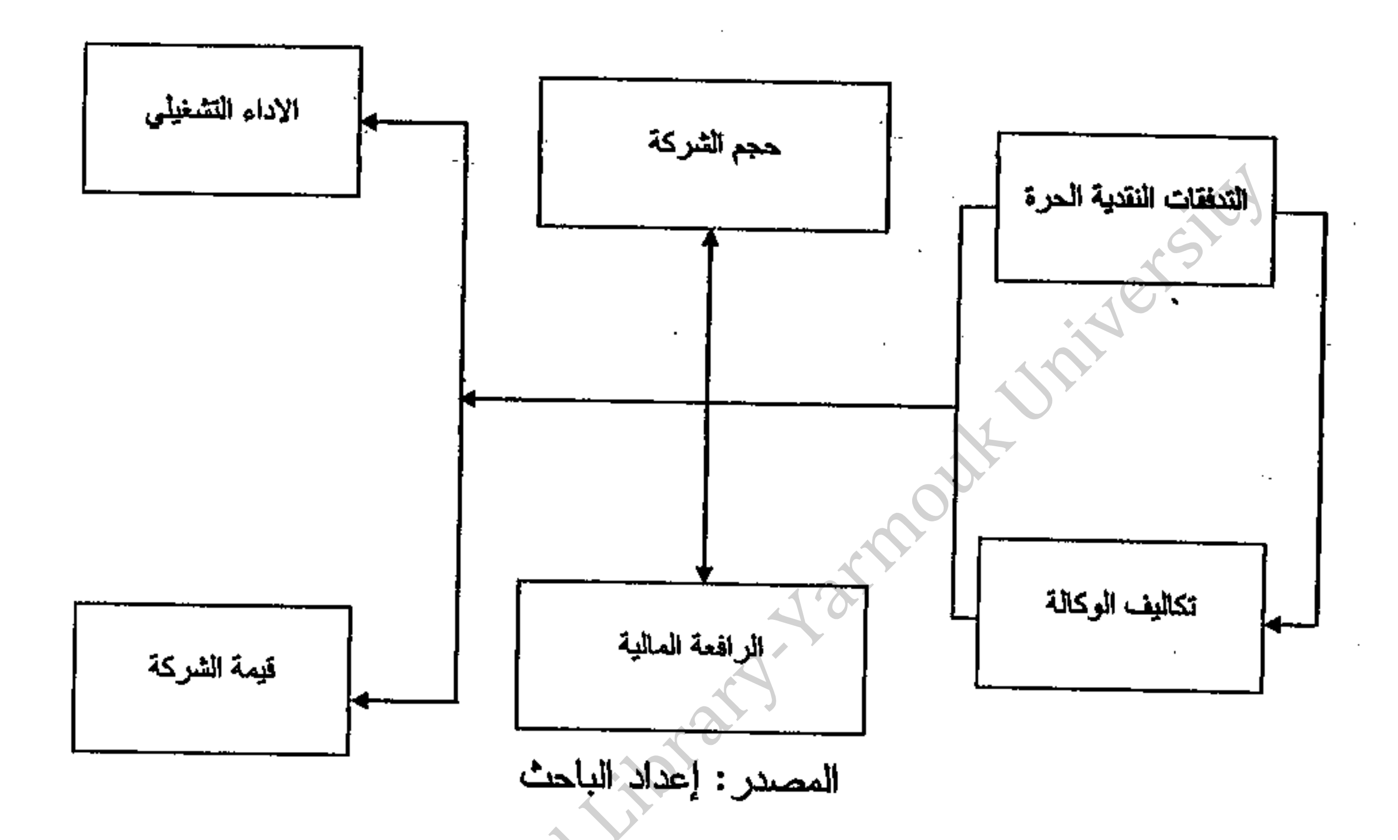
ب. **المتغيرات المستقلة وهي:**

- التدفقات النقدية الحرة.
- تكاليف الوكالة.

كذلك سيتم اختبار فرضيات الدراسة باستخدام المتغيرات الضابطة التالية:

- حجم الشركة (Firm Size).
- الرافعة المالية (Financial Leverage).

الشكل رقم (4-1) متغيرات الدراسة



المصدر: إعداد الباحث

3.4 قياس متغيرات الدراسة

1. التدفقات النقدية الحرة:

وتعتمد الدراسة في تعريفها للتدفقات النقدية الحرة على أنها الدخل التشغيلي قبل الاهتلاك مطروح منه الضرائب ومصارف الفائدة والتوزيعات النقدية للأسهم العادية والممتازة (Lang et al., 1991,p319)، وتم احتساب التدفقات النقدية الحرة وفقاً للمعادلة التالية (Wang,2010,p411):

$$\text{التدفقات النقدية الحرة} = \frac{\text{(الدخل التشغيلي+الاهتلاك) − (ضريبة الدخل+مصروف الفوائد+التوزيعات النقدية للأسهم العادية و الممتازة)}}{\text{المبيعات}}$$

2. تكاليف الوكالة.

استخدمت الدراسات السابقة مؤشرات مختلفة لقياس تكاليف الوكالة وسيتم استخدام ثلاث مؤشرات في هذه الدراسة وهي:

أ- معدل دوران الأصول (Assets Turnover Ratio)

وتشير النسبة إلى مدى فعالية إدارة الشركة في استخدام الأصول، كما ويشير انخفاضها إلى ضعف القرارات الاستثمارية وبذل جهود غير كافية بالإضافة إلى استهلاك العلاوات والامتيازات من قبل الإدارة وشراء أصول غير منتجة، وتعد مؤشراً عكسياً لتكاليف الوكالة، بحيث إن الشركة التي تنخفض فيها نسبة معدل دوران الأصول من المتوقع أن تعاني من ارتفاع تكاليف الوكالة (Mcknight and Weir,2009,p148)، وتم احتساب نسبة معدل دوران الأصول وفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران الأصول} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{متوسط الأصول خلال}}$$

ب- نسبة المصاريف الإدارية والعمومية والبيعية (Selling, General and Administrative Ratio):

وتشمل تكاليف تسهيل المعاملات ونفقات السفر للمديرين وتكاليف الدعاية والتسويق والإيجارات والمنافع الاخرى، ومن المتوقع أن تعكس هذه التكاليف تقديرات

الإدارة في إنفاق ثروة الشركة (Mcknight and Weir,2009,P148)، وسيتم احتساب نسبه المصاريف العمومية والإدارية والبيعية وفقاً للمعادلة التالية:

نسبة المصاريف الإدارية والعمومية و البيعية إلى المبيعات = المصاريف الادارية والعمومية والبيعية / المبيعات

ج- نسبة المصاريف التشغيلية الى المبيعات (Operating Ratio)

وتقيس نسبة الكفاءة التشغيلية من خلال مقارنة المصاريف التشغيلية بالدخل التشغيلي ويشير انخفاض النسبة إلى كفاءة الإدارة في زيادة ربحية الشركة وتخفيض التكاليف التشغيلية (Gibson,2009,p517)، وسيتم احتساب نسبة المصاريف التشغيلية وفقاً للمعادلة التالية:

نسبة المصاريف التشغيليه الى المبيعات = المصاريف التشغيلية / المبيعات

3. أداء الشركة (perating Performance

لقياس أداء الشركة سوف يتم استخدام نسبة الدخل التشغيلي حيث تعد النسبة المفضلة لقياس الأداء بحيث لا تتأثر بالرافعة المالية أو البنود غير العادية (Extraordinary Items) في قائمة الدخل (Barber and Lyon, 1996,PP.361–364)، وتقيس النسبة دخل الشركة من الأنشطة التشغيلية (Subarmanyam and Wild,2009,p334)، وتعتمد الدراسة فيها تعريفها للدخل التشغيلي على أنه الدخل قبل الفوائد والضرائب والاهتلاك (Brush et al.,2000,p460)، وسيتم احتساب نسبة الدخل التشغيلي وفقاً للمعادلة التالية:

العائد التشغيلي على الأصول = الدخل التشغيلي / متوسط الأصول خلال السنة

4. قيمة الشركة (Firm Value)

سيتم استخدام نسبة (Tobin's q) والتي تقيس قيمة الشركة من وجهة نظر المستثمر (Wolfe and Sauaia,2003,p156)، والتي سيتم احتسابها وفقاً للمعادلة التالية:

$$q = \frac{\text{القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة الدفترية للمطلوبات}}{\text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية + القيمة الدفترية}}$$

5. حجم الشركة (Firm Size)

وجدت الكثير من الدراسات تأثيراً لحجم الشركة على تكاليف الوكالة والأداء التشغيلي، كما وأشار (Jensen,1986) إلى أن تكاليف الوكالة ترتفع في الشركات كبيرة الحجم والمتعددة الأنشطة وسيتم استخدام حجم الشركة كمتغير ضابط لإختبار فرضيات الدراسة، وقد تم تعريف متغير حجم الشركة على أنه اللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة.

6. الرافعة المالية (Financial Leverage)

اشارت الكثير من الدراسات الى وجود علاقة سلبية بين نسبة الرافعة المالية وتكاليف الوكالة، وأشار (Jensen,1986) الى ان التمويل بالدين اداة فعالة للحد من تكاليف الوكالة، وسيتم احتساب نسبة الرافعة المالية وفقاً للمعادلة التالية

$$\text{الرافعة المالية} = \frac{\text{مجموع مطلوبات}}{\text{مجموع الأصول}}$$

4.4 مصادر وطرق جمع البيانات

المصادر الأولية: التقارير المالية المتوفرة على الموقع الالكتروني لبورصة عمان وهيئة الاوراق المالية.

المصادر الثانوية: الدوريات والكتب والأبحاث وذلك لتغطية الاطار النظري والدراسات السابقة لموضوع الدراسة.

5.4 نماذج الانحدار المتعدد لأختبار فرضيات الدراسة

سيتم اختبار فرضيات الدراسة من خلال معادلات الانحدار المتعدد التالية، مرتبة بحسب فرضيات الدراسة التي سبق وأن تم ذكرها في الفصل الثالث من الدراسة:

معادلات الانحدار المتعدد لاختبار الفرضية الاولى:

نموذج الانحدار المتعدد رقم (1) $AssT_t = \beta 0 + \beta 1 FCF_{t-1} + \beta 2 Size_t + \beta 3 DA_t + e_t$

نموذج الانحدار المتعدد رقم (2) $OpeR_t = \beta 0 + \beta 1 FCF_{t-1} + \beta 2 Size_t + \beta 3 DA_t + e_t$

نموذج الانحدار المتعدد رقم (3) $AdmT_t = \beta 0 + \beta 1 FCF_{t-1} + \beta 2 Size_t + \beta 3 DA_t + e_t$

حيث

- (FCF t-1) : التدفقات النقدية الحرة في الزمن (ت-1)

- (ASSTt) : معدل دوران الاصول في الزمن (ت)

- (OpeRt) : نسبة المصاريف التشغيلية للمبيعات في الزمن (ت)

- (AdmTt) : نسبة المصاريف الادارية والعمومية والمبيعات للمبيعات في الزمن (ت)

- (Sizet) : حجم الشركة في الزمن (ت) (متغير ضابط)

- (DAt) : الرافعة المالية في الزمن (ت)(متغير ضابط)

معادلات الانحدار المتعدد لاختبار الفرضية الثانية :

نموذج الانحدار المتعدد رقم (4)

$$ROAt = \beta0+\beta1FCFt-1+\beta2AssTt+ \beta3\ OpeRt+\beta4\ AdmTt+\beta5\ Sizet+\beta6DAt+et$$

حيث:

- (ROAt): العائد التشغيلي على الاصول في الزمن (ت)

معادلة الانحدار المتعدد لاختبار الفرضية الثالثة:

نموذج الانحدار المتعدد رقم (5)

$$q_t = \beta\ 0+\beta1FCFt-1+\beta2AssTt+\beta3\ OpeRt+\beta4\ AdmTt+\beta5\ Sizet+\beta6DAt+et$$

حيث:

- (qt): قيمة توبن كيو في الزمن (ت)

6.4 الأساليب الإحصائية المستخدمة

بعد الاطلاع على الأدبيات والدراسات السابقة، ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام الأساليب الاحصائية التالية:

1. أساليب الإحصاء الوصفي وتشمل
   - الوسط الحسابي
   - الوسيط
   - الانحراف المعياري
   - أعلى قيمة
   - اقل قيمة
2. أساليب تحليل الانحدار المتعدد
   - اختبار الارتباط الخطي (Multicollinearity)

الفصل الخامس
تحليل البيانات واختبار فرضيات الدراسة

يتكون هذا الفصل من:

مقدمة

في الفصل السابق تم استعراض متغيرات ومجتمع وعينة الدراسة ونماذج تحليل الانحدار المتعدد المستخدمة في الدراسة، أما في هذا الفصل فسوف يتم تحليل البيانات، من خلال الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة وتحليل الانحدار المتعدد.

1.5 تحليل البيانات

1.1.5 الإحصاء الوصفي (Descriptive Statistics)

يبين جدول رقم (5-1) الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة التابعة والمستقلة لكامل عينة الدراسة المتمثلة ب (98) شركة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة ما بين (2011-2012)، ويلاحظ من الجدول بأن المتوسط الحسابي لنسبة التدفقات النقدية الحرة إلى المبيعات بلغ (033.) ويلاحظ أيضا أن هناك تفاوتا كبيرا بين الشركات المبحوثة ويتضح ذلك بالمقارنة بين أدنى قيمة واعلي قيمة أي المدى للنسبة والذي يتراوح من (1.69-) إلى (74.) وكذلك من الانحراف المعياري للنسبة والذي بلغ (309.).

الجدول رقم (5-1)
الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	N	الحد الأدنى	الحد الأعلى	المتوسط	الانحراف
T-التدفقات النقدية الحرة على المبيعات في الزمن)	98	-1.6873	.7410	.033083	.3098768
معدل دوران الأصول	98	.007	2.854	.57522	.456344
المصاريف التشغيلية إلى المبيعات	98	.029	6.682	.93	1.043415
المصاريف الإدارية والعمومية والبيعية إلى المبيعات	98	.004	6.621	.30688	.834822
حجم الشركة	98	5.672	9.186	7.41667	.637997
الرافعة المالية	98	.000	1.02	.40865	.433982
الإرباح التشغيلية الى متوسط الأصول خلال السنة	98	-.34	1.28	.0603	.16530
توبين كيو	98	.353	3.687	1.11818	.566445

وفيما يتعلق بالوصف الإحصائي لمؤشرات تكاليف الوكالة فيلاحظ من الجدول رقم (5-1) بان المتوسط الحسابي لنسبة معدل دوران الأصول، والتي تعد مؤشرا عكسيا لتكاليف الوكالة، قد بلغ (.58) مما يشير إلى أن الشركات المبحوثة تستخدم أصولها بكفاءة في توليد المبيعات، كما يلاحظ أيضا التفاوت الكبير ما بين أدني وأعلى قيمة والذي يتراوح من (.01) إلى (2.85) وبلغ الانحراف المعياري للنسبة (.46)، ويشير هذا التباين في معدل دوران الأصول ما بين الشركات المبحوثة إلى اختلاف كفاءة إدارة هذه الشركات في استخدام الأصول في توليد المبيعات، وأما فيما يتعلق بمؤشر تكاليف الوكالة، وهو نسبة المصاريف التشغيلية إلى المبيعات والذي يرتبط إيجابيا بتكاليف الوكالة، فيلاحظ بأن المتوسط الحسابي لهذه النسبة بلغ (.93) وتشير الزيادة في النسبة إلى ارتفاع تكاليف الوكالة، ويلاحظ أيضا التفاوت الكبير بين ادني وأعلى قيمة والذي يتراوح من (.029) إلى (6.68)، كما وبلغ الانحراف المعياري لنسبة المصاريف التشغيلية إلى المبيعات (1.04).

أما فيما يتعلق بالمتغير الثالث، وهو نسبة المصاريف الإدارية والعمومية والبيعية إلى المبيعات والتي تعد مؤشرا مباشرا وترتبط ايجابيا بتكاليف الوكالة، فقد بلغ المتوسط الحسابي لهذا المتغير (.31)، كما ويلاحظ من الجدول السابق التفاوت الكبير للنسبة ما بين أدنى وأعلى قيمة والذي تتراوح من (.004) إلى (6.62) كما بلغ الانحراف المعياري للنسبة (.83)، مما يشير إلى اختلاف كفاءة إدارة الشركات المبحوثة في إنفاق ومراقبة المصاريف الإدارية والعمومية والبيعية.

وأما فيما يتعلق بالوصف الإحصائي للمتغيرات الضابطة في نماذج الانحدار المتعدد فيلاحظ بأن المتوسط الحسابي للمتغير حجم الشركة بلغ (7.42)، كذلك يلاحظ التفاوت ما بين

أدنى وأعلى قيمة للمتغير والذي تتراوح من (5.67) إلى (9.19)، وبلغ الانحراف المعياري (.64)، ويشير تباين متغير الحجم إلى الاختلاف في أحجام أصول الشركات المبحوثة وتحديدا ما بين القطاع الصناعي والقطاع الخدمي، وقد بلغ المتوسط الحسابي للمتغير الضابط الرافعة المالية (.41)، ويشير إلى أن الشركات المبحوثة تعتمد في سياستها التمويلية على التمويل بالملكية بشكل اكبر من التمويل بالدين والذي يعد الأداة الأساسية للتقليل من تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، كما ويلاحظ أيضا التفاوت ما بين أدنى وأعلى قيمة والذي تتراوح من (0) إلى (1.02) في حين بلغ الانحراف المعياري للمتغير (.43).

وفيما يتعلق بالوصف الإحصائي للمتغير التابع لقياس أداء الشركات المبحوثة فيلاحظ من الجدول (5-1) بان المتوسط الحسابي لنسبة الأرباح التشغيلية إلى متوسط الأصول قد بلغ (.06)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة للنسبة (34.-) و (1.28) على التوالي، بينما بلغ الانحراف المعياري للنسبة (.17) مما يشير إلى اختلاف كفاءة إدارات هذه الشركات في استخدام أصول الشركة في توليد الأرباح التشغيلية. ويلاحظ من الجدول رقم (5-1) بأن المتوسط الحسابي للمتغير التابع لقياس قيمة الشركات المبحوثة نسبة (Tobin's q) قد بلغ (1.12) مما يشير إلى ارتفاع القيمة السوقية للشركات المبحوثة عند مقارنتها بالقيمة الدفترية، بحيث ينظر المستثمر إلى إن هذه الشركات تمتلك فرص استثمارية مستقبلية كبيرة، في حين يلاحظ أن هناك تفاوتا كبيرا بين أدنى وأعلى قيمة والذي تراوح من (.353) إلى (3.69)، في حين بلغ الانحراف المعيارية للنسبة (.57) مما يشير إلى اختلاف تقييم الفرص المتاحة للشركات المبحوثة من وجهه نظر المستثمر.

2.1.5 تحليل الانحدار المتعدد

1. نتائج تحليل النموذج رقم (1)

يوضح الجدول رقم (5-2) نتائج تحليل الانحدار لنموذج الانحدار المتعدد رقم (1)، ويلاحظ من الجدول أن النموذج المستخدم ذات دلالة إحصائية عند مستوى (1%) (F=6.992)، وان المتغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج تفسر ما نسبته (15.6%) من الاختلافات في المتغير التابع نسبة معدل دوران الأصول في الشركات المبحوثة. ويتضح أيضا من الجدول رقم (5-2) أن هناك علاقة ايجابية بين المتغير الضابط حجم الشركة والمتغير التابع نسبة معدل دوران الأصول، كما ويلاحظ وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (5%) بين المتغير الضابط الرافعة المالية والمتغير التابع نسبة معدل دوران الأصول، ويظهر معامل تضخم التباين (VIF) أقل من القيمة (10) لجميع المتغيرات التي تضمنها نموذج الانحدار رقم (1) مما يشير إلى عدم وجود ارتباطات تبادلية عالية (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة المتضمنة في النموذج.

الجدول رقم (5-2)
نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (1)

المتغيرات المستقلة	معامل الانحدار β	T-Value	Sig. level	Collinearity Statistics Tolerance	VIF
التدفقات النقدية الحرة على المبيعات في الزمن (T-1)	.018	.195	.846	.991	1.009
حجم الشركة	.392	4.170	.000	.983	1.017
الرافعة المالية	.204	2.179	.032	.990	1.010
	Adjusted R^2= .156	F=6.992 Sig. =.000	N=98		

نتائج تحليل النموذج رقم (2)

يوضح الجدول رقم (5-3) نتائج تحليل الانحدار لنموذج الانحدار المتعدد رقم (2)، ويلاحظ من الجدول أن النموذج المستخدم ذات دلالة إحصائية عند مستوى (1%) (F=8.357)، وان المتغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج تفسر ما نسبته (18.5%) من الاختلافات في المتغير التابع نسبة المصاريف التشغيلية إلى المبيعات في الشركات المبحوثة. ويتضح من الجدول أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (1%) بين المتغير المستقل التدفقات النقدية الحرة والمتغير التابع نسبة المصاريف التشغيلية إلى المبيعات، ووجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين المتغير الضابط حجم الشركة والمتغير التابع نسبة المصاريف التشغيلية إلى المبيعات. ويظهر من الجدول أن معامل تضخم التباين (VIF) اقل من القيمة (10) لجميع المتغيرات التي تضمنها نموذج الانحدار رقم (3) مما يشير إلى عدم وجود ارتباطات تبادلية عالية (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة المتضمنة في النموذج.

الجدول رقم (5-3)

نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (2)

Collinearity Statistics		Sig.	T=Value	معامل الانحدار	المتغيرات المستقلة
VIF	Tolerance	level		β	
1.009	.991	.001	-3.409	-.314	التدفقات النقدية الحرة على المبيعات في الزمن (T-1)
1.017	.983	.001	-3.347	-.309	حجم الشركة
1.010	.990	.869	-.166	-.015	الرافعة المالية
		N=98	F=8.357 Sig. =.000	Adjusted R^2= .185	

2. نتائج تحليل النموذج رقم (3)

يوضح الجدول رقم (5-4) نتائج تحليل الانحدار لنموذج الانحدار المتعدد رقم (3)، ويلاحظ من الجدول ان النموذج المستخدم ذات دلالة إحصائية عند مستوى (1%) (F=11.205)، وان المتغيرات المستقلة التي يتضمنها نموذج الانحدار تفسر ما نسبته (24%) من الاختلافات في المتغير التابع نسبة المصاريف المبيعات الإدارية والعمومية والبيعية في الشركات المبحوثة، ويتضح من الجدول إن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (1%) بين المتغير المستقل التدفقات النقدية الحرة والمتغير التابع نسبة المصاريف الإدارية والعمومية والبيعية إلى المبيعات، ووجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين المتغير الضابط حجم الشركة والمتغير التابع نسبة المصاريف الإدارية والعمومية والبيعية إلى المبيعات. ويظهر أن معامل تضخم التباين (VIF) اقل من القيمة (10) لجميع المتغيرات التي تضمنها نموذج الانحدار رقم (3) مما يشير الى عدم وجود ارتباطات تبادلية عالية (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة المتضمنة في النموذج.

الجدول رقم (5-4)

نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (3)

المتغيرات المستقلة	معامل الانحدار β	T-Value	Sig. level	Collinearity Statistics Tolerance	VIF
التدفقات النقدية الحرة على المبيعات في الزمن (T-1)	-.345	-3.875	.000	..991	1.009
حجم الشركة	-.338	-3.790	.000	.983	1.017
الرافعة المالية	-.123	-1.383	.170	.990	1.010
	Adjusted R^2= .240	F=11.205 Sig. =.000	N=98		

3. نتائج تحليل النموذج رقم (4)

يوضح الجدول رقم (5-5) نتائج تحليل الانحدار لنموذج الانحدار المتعدد رقم (4)، ويلاحظ من الجدول ان نموذج ذات دلالة إحصائية عند مستوى(10%) (F=2.016)، وان المتغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج تفسر ما نسبته (059.%) من الاختلافات في المتغير التابع نسبة الارباح التشغيلية على متوسط الاصول في الشركات المبحوثة، ويتضح من الجدول وجود علاقة سلبية ذات دلالة احصائية بين المتغير المستقل نسبة المصاريف التشغيلية على المبيعات والمتغير التابع نسبة الارباح التشغيلية على متوسط الاصول. ويظهر معامل تضخم التباين (VIF) لمتغيرات النموذج اقل من القيمة (10) مما يشير الى عدم وجود ارتباطات تبادلية عالية بين هذه المتغيرات المستقلة.

الجدول رقم (5-4)

نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (4)

المتغيرات المستقلة	معامل الانحدار β	T-Value	Sig. level	Collinearity Statistics Tolerance	VIF
التدفقات النقدية الحرة على المبيعات في الزمن (T-1)	.064	-.461	.569	.766	1.306
معدل دوران الاصول	-.029	.571	.795	.799	1.252
المصاريف التشغيلية على المبيعات	-.363	-.260	.013	.470	2.126
المصاريف الادارية والعمومية والبيعية على المبيعات	.190	-2.530	.199	.449	2.229
حجم الشركة	.125	1.293	.340	.571	1.751

1.092	.916	.565	.959	-.059	الرافعة المالية
		N=98	F=2.016 Sig. =.071	Adjusted R^2= .059	

نتائج تحليل النموذج رقم (5)

يوضح الجدول رقم (5-6) نتائج تحليل الانحدار لنموذج تحليل الانحدار رقم (5)، ويلاحظ من الجدول ان نموذج الانحدار المستخدم ذات دلالة احصائية عند مستوى (1%) (F=6.365)، وان المتغيرات المستقلة التي يتضمنها نموذج الانحدار تفسر ما نسبته (%24.9) من المتغير التابع نسبة (Tobin's q) في الشركات المبحوثة. ويتضح من الجدول ان هناك علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية عندى مستوى (1%) بين المتغير المستقل التدفقات النقدية الحرة الى المبيعات في الزمن (T-1) والمتغير التابع نسبة (Tobin's q)، ويظهر معامل تضخم التباين (VIF) أن هذه القيمة لجميع متغيرات النموذج اقل من القيمة (10) مما يشير الى عدم وجود ارتباطات تبادلية عالية بين هذه المتغيرات المستقلة.

الجدول رقم (5-6)

نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (5)

Collinearity Statistics		Sig. level	T-Value	معامل الانحدار β	المتغيرات المستقلة
VIF	Tolerance				
1.306	.766	.000	5.773	.580	التدفقات النقدية الحرة على المبيعات في الزمن (T-1)
1.252	.799	.160	1.418	.140	معدل دوران الاصول
2.126	.470	.306	-1.030-	-.132-	المصاريف التشغيلية على المبيعات
2.229	.449	.610	.511	.067	المصاريف الادارية والعمومية والبيعية على

المبيعات					
حجم الشركة	-.185-	-1.591-	.115	.571	1.751
الرافعة المالية	-.011-	-.123-	.903	.916	1.092
	Adjusted R^{2}= .249	F=6.365 Sig. =.000	N=98		

2.5 نتائج اختبار الفرضيات

في ضوء النتائج الواردة في تحليل نماذج الانحدار المتعدد سيتم اختبار فرضيات الدراسة وبحسب تسلسلها الوارد في الفصل الثالث:

الفرضية البديلة رقم (1)

H_1: توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان.

يلاحظ من تحليل الانحدار المتعدد في الجداول (5-2) و (5-3) و (5-4) وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (1%) بين المتغير التدفقات النقدية الحرة والمتغيران نسبة المصاريف التشغيلية إلى المبيعات ونسبة المصاريف الإدارية والعمومية والبيعية إلى المبيعات، ويلاحظ أيضا عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى (5%) بين المتغير التدفقات النقدية الحرة والمتغير معدل دوران الأصول. بناءا على هذه النتائج يتم رفض الفرضية (H1) والتي تشير إلى وجود علاقة ايجابية (وليست سلبية) ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة وتكاليف الوكالة للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان.

وتشير النتائج إلى إن التدفقات النقدية الحرة تؤثر عكسيا على تكاليف الوكالة وتزيد من كفاءة الإنفاق عند الإدارة في الشركات المبحوثة وهو ما لا يتفق مع نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة (Jensen,1986) والتي تفترض وجود علاقة ايجابية بين التدفقات النقدية الحرة و تكاليف الوكالة .

الفرضية رقم (2) والفرضية رقم (3)

H_2 : توجد علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة والأداء التشغيلي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان.

H_3 : توجد علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين تكاليف الوكالة والأداء التشغيلي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان.

ويلاحظ من تحليل الانحدار المتعدد في الجدول رقم (5-2) عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغير التدفقات النقدية الحرة والمتغير الأرباح التشغيلية إلى متوسط الأصول خلال السنة، ويشير معامل الانحدار (β) إلى ضعف الارتباط بين المتغيرين، ويلاحظ من تحليل الانحدار المتعدد وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (5%) بين نسبة المصاريف التشغيلية إلى المبيعات ونسبة الأرباح التشغيلية إلى متوسط الأصول خلال السنة، أما فيما يتعلق بالمتغيرات نسبة معدل دوران الأصول ونسبة المصاريف الإدارية والعمومية والبيعية إلى المبيعات وحجم الشركة فيلاحظ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى

(5%) بين أي من هذه المتغيرات ومتغير الأرباح التشغيلية إلى متوسط الأصول خلال السنة.

وبناء على هذه النتائج يتم رفض الفرضية البديلة رقم (2) وقبول الفرضية البديلة رقم (3).

تشير النتائج إلى إن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5% بين متغير واحد وهو نسبة المصاريف التشغيلية إلى المبيعات و نسبة الأرباح التشغيلية إلى متوسط الأصول، وتتفق هذه النتيجة مع ما تتضمنه نظرية الوكالة من إن تكاليف الوكالة تؤثر سلبيا على الأداء التشغيلي في الشركات.

الفرضية رقم (4) الفرضية رقم (5)

H_4: توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة وقيمة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان.

H_5: توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تكاليف الوكالة وقيمة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان.

يلاحظ من تحليل الانحدار المتعدد في الجدول رقم (5-6) وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (1%) بين متغير التدفقات النقدية الحرة والمتغير نسبة (Tobin's q)، وأما فيما يتعلق بمتغيرات معدل دوران الأصول ونسبة المصارف التشغيلية إلى المبيعات ونسبة المصاريف الإدارية والعمومية والبيعية إلى المبيعات فيلاحظ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى (5%) بين أي من هذه المتغيرات والمتغير نسبة (Tobin's q).

تشير النتائج إلى أن المتغير التدفقات النقدية الحرة يؤثر ايجابيا على قيمة الشركة مما يتفق مع نظرية الفرص الاستثمارية ولا يتفق مع نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة (Jensen,1986) والتي تضمن على أن التدفقات النقدية الحرة تؤثر سلبيا على قيمة الشركة.

وبناء على هذه يتم رفض الفرضية البديلة رقم (4) والفرضية البديلة رقم (5)

الفصل السادس
النتائج والتوصيات

ويتكون هذا الفصل من:

1.6 ملخص لنتائج الدراسة

2.6 توصيات الدراسة

مقدمة

يستعرض هذا الفصل ملخص لأهم النتائج التي تم التوصل إليها من تحليل الانحدار المتعدد، كما وسيتم عرض التوصيات التي خرجت بها الدراسة

1.6 ملخص لنتائج الدراسة.

يتضح من تحليل ومناقشة نتائج الدراسة في الفصل السابق أن أهم ما توصلت إلية الدراسة يمكن تلخيصه في النقاط التالية:

1. تؤثر التدفقات النقدية الحرة سلبيا على نسبة المصاريف التشغيلية إلى المبيعات في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، ولا تتفق هذه النتيجة مع نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة (Jensen,1986)، وتتفق و نتائج دراسات كل من (Gregory,2005) و(Wang,2010) و(Habib,2011) و (Boukrouma,2012). كما وتشير النتائج إلى أن التدفقات النقدية الحرة ناتجة عن كفاءة التشغيل الداخلي وتؤثر عكسيا على مؤشرات تكاليف الوكالة.
2. تؤثر التدفقات النقدية الحرة سلبيا على نسبة المصاريف الإدارية والعمومية والبيعية إلى المبيعات في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، ولا تتفق هذه النتيجة مع نظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة (Jensen,1986)، وتتفق مع نتائج دراسات كل من (Gregory,2005) و(Wang,2010) و (Habib,2011)

و(Boukrouma,2012)، كما وتشير النتيجة إلى أن التدفقات النقدية الحرة تزيد من كفاءة الإنفاق لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان.

3. يؤثر حجم الشركة سلبيا على نسبة المصاريف التشغيلية إلى المبيعات في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، مما لا يتفق ونظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة (Jensen;1986) والتي تنص أن حجم الشركة والتنويع في أنشطتها يؤثر إيجابيا على تكاليف الوكالة، وتشير النتيجة إلى أن الشركات الكبيرة الحجم قادرة أكثر على مراقبة تكاليف الوكالة.

4. يؤثر حجم الشركة سلبيا على نسبة المصاريف الإدارية والعمومية والبيعية إلى المبيعات في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، مما لا يتفق ونظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة الوكالة.

5. يؤثر حجم الشركة إيجابيا على نسبة معدل دوران الأصول في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، مما لا تتفق ونظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، كما ويشير إلى أن الشركات الكبيرة الحجم قادرة أكثر على اتخاذ سياسات تزيد مبيعات الشركة وتعظيم قيمة المساهمين.

6. تؤثر الرافعة المالية إيجابيا على نسبة معدل دوران الأصول في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، وتتفق هذه النتيجة ونظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة (Jensen,1986) والتي تنص أن الدين هو الأداة الأساسية لتقليل تكاليف الوكالة كما ويزيد الدين من الكفاءة المؤسسية نتيجة مراقبة الدائنين للشركة، كما يعد الدين الأداة التي تلزم الشركة بدفع التدفقات النقدية الحرة، وتتفق

هذه النتيجة مع دراسة كل من (النجار،2013) و (Ben Moussa and Chichti , 2011) و (Gul ,2001).

7. تؤثر نسبة المصاريف التشغيلية إلى المبيعات سلبيا على نسبة الأرباح التشغيلية على متوسط الأصول خلال السنة في الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان، وتتفق هذه النتيجة و نظرية الوكالة والتي تنص أن تكاليف الوكالة تؤثر سلبيا على أداء الشركة وتتفق هذه النتيجة مع دراسات كل من (Wang,2010) و (Boukrouma,2012).

8. تؤثر التدفقات النقدية الحرة إيجابيا على نسبة (Tobin's q) في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، وتتفق هذه النتيجة و نظرية الفرص الاستثمارية ومع دراسات كل من (Chen and Ho,1997) و (Min and Prather,2001)، ولا تتفق هذه النتيجة ونظرية الوكالة للتدفقات النقدية الحرة والتي تنص على تأثير التدفقات النقدية الحرة سلبيا على قيمة الشركة.

2.6 توصيات الدراسة

في ظل النتائج التي توصلت إليها الدراسة يوصي الباحث بما يلي:

1. ضرورة قيام الشركات المدرجة في بورصة عمان بمراقبة مستوى تكاليف الوكالة ومستوى التدفقات النقدية الحرة، لما لهما من تأثير على أداء وقيمة الشركة.

2. فرض قيود صريحة على السلوك الاستثماري للمديرين في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان والتي تحد من سلوك الاستثمار في مشاريع عوائدها منخفضة وأقل من تكلفة رأس المال.

3. توصي الدراسة بأهمية الارتقاء بأدوات التحكم للشركات المساهمة الأردنية نظرا لأهمية هذه الأدوات في تحسين أداء الشركات الأردنية.

4. زيادة مستوى الإفصاح الطوعي لدى الشركات المساهمة العامة الأردنية، بما في ذلك الإفصاح عن التدفقات النقدية الحرة.

5. توصي الدراسة بإجراء مزيد من الدراسات الأردنية التي تأخذ بعين الاعتبار مؤشرات جديدة لتكاليف الوكالة ولأداء مثل التقلبات في صافي الدخل، والعائد السوقي للسهم. حيث اقتصرت هذه الدراسة على مؤشرات تكاليف الوكالة (نسبة معدل دوران الأصول) و(نسبة المصاريف التشغيلية) و(نسبة المصاريف الإدارية والعمومية والبيعية).

قائمة المصادر والمراجع

أولا : المراجع باللغة العربية

- النجار، جميل، (2013) ، " مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين دراسة اختبارية"، مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية ، المجلد 15 ، العدد ,ص ص281-318.
- مدفوني، فيروز (2012)، " أثر هيكل رأس المال والملكية على التدفقات النقدية الحرة للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.
- سالم، عبد الرزاق و الخشارمة، حسين، (2007)، " المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية "، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 34، العدد 2،ص ص 348-362.
- عبيدات، عبادة، (2012)، " تأثير مستوى تكاليف الوكالة للشركات على سياسة توزيع الأرباح دراسة ميدانية الأردن". رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

ثانيا : المراجع باللغة الإنجليزية :

- Adhikari, Ajay; Duru, Augustine,(2006), "Voluntary Disclosure of Free Cash Flow Information", Accounting Horizons, Vol. 20 Issue 4, PP.311-332 .
- Agrawal A., and Knoeber C.R.,(1996),"Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders", Journal of Financial and Quantitative Analysis,Vol. 31 Issue 3,PP. 377-397.
- Agrawal A., and Jayaraman N.,(1994)," The Dividend Policies of All-equity Firms: a Direct Test of the Free Cash Flow Theory". Managirial and Decision Economics,Vol 15 Issue 2, PP.139-148.
- Alfaraih, Mishari,Alanezi, Faisal,Almujamed, Hesham,(2012),"The Influence of Institutional and Government Ownership on Firm Performance: Evidence from Kuwait",International Business Research,Vol. 5 Issue 10, PP.192-200.
- Aljifri, K., and Moustafa, M,(2007),"The Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Performance of UAE Firms: An Empirical Analysis". Journal of Economic & Administrative Sciences, Vol.23 Issue2, PP. 71-93 .
- Al-Kuwari, Duha, (2009)," Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries", Global Economy & Finance ,Journal.Vol. 2 Issue, PP. 38-63.
- Al-Najjar, Basil,(2011)," The Inter-Relationship Between Capital Structure and Dividend Policy: Empirical Evidence From Jordanian

Data", International Review of Applied Economics, Vol. 25 Issue 2, PP.209-224.

- AL-Shubiri, Faris Nasif; AL- Taleb, Ghassan; AL- Zoued, Abd AL-Naser.(2012)," The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: An Empirical Investigation", Review of International Comparative Management / Revista de Management Comparat International, Vol. 13 Issue 4, PP. 644-657.
- Al Taleb Ghassan,(2012)," Measurement of Impact of Agency Costs Level of Firms on Dividend and Leverage Policy: An Empirical Study",. Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business, Vol. 3 Issue 3, PP. 234-243.
- Barber B M, Lyon J D,(1996)," Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics", Journal of Financial Economics, Vol. 42 Issue 3, PP. 359-399.
- Ben Moussa , Fatma, Jameleddine, Chichti, (2011)," Interactions Between Free Cash Flow, Debt Policy and Structure of Governance: Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach", Journal of Management Research, Vol 3 Issue 2, PP. 1-14.
- Bhattacharya, Nilabhra, Black Ervin L , Christensen Theodore E ,(2003)," Assessing The Relative Informativeness and Permanence of Pro Forma Earnings and GAAP Operating Earnings", Journal of Accounting and Economics. Vol. 36 Issues 1–3, PP. 285–319.
- Beneda ,Nancy L , (2003), "Estimating Free Cash Flows and Valuing a Growth Company", Journal of Asset Management, Vol. 4 Issue 4, PP. 247-257.

- Berle Adolf A. , and Gardiner C. Means,(1932) ," The Modern Corporation and Private Property",10th, New Brunswick; London: Transaction Publ., 2009.
- Bethel, Jennifer E.; and Liebeskind, Julia.,(1993),"The Effects of Ownership Structure on Corporate Restructuring", Strategic Management Journal ,Vol. 4 Issue S1, PP. 15–31.
- Borokhovich, Kenneth A.; Brunarski, Kelly R.; Harman, Yvette; Kehr, James B,(2005), "Dividends, Corporate Monitors and Agency Costs", Financial Review,Vol. 40, Issue 1, PP. 37–65.
- Boukrouma, Karima, (2012), "The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance: Evidence from Jordan",Master Thesis, Yarmouk University, Jordan.
- Brickley James A. , Lease Ronald C. , Smith Clifford W. Jr.,(1988) ,"Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments", Journal of Financial Economics, Vol. 20 Issues 1-2 , PP. 267–291.
- Brigham ,Eugene F., Ehrhardt ,Michael C..(2008)," Financial Management: Theory and Practice ",12th, Published Mason, OH : Thomson South Western.
- Brush Thomas, Philip, B. and Margaritha, H,(2000), "The Free Cash Flow Hypothesis For Sales Growth And Firm Performance" Strategic Management Journal.Vol. 21 Issue 4, PP. 455-475.
- Bryant, Phil,Davis,Charlotte,(2012), "Regulated Change Effects on Boards of Directors: A look at Agency Theory and Resource Dependency Theory, Academy of Strategic Management Journal,Vol. 11 Issue 2, PP. 1-15.

- Burkart ,Mike , Gromb ,Denis , Fausto , Panunzi,(1997), "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm",Quarterly Journal of Economics, Vol 112 Issue 3, PP. 693-728.
- Catherine M. Daily, Dan R. Dalton and Albert A. Cannella,(2003)," Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data",The Academy of Management Review, Vol. 28 issue 3, PP. 371-382.
- Chang, R.P., and S.G. Rhee, (1990)," The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions",Financial Management,Vol. 19 Issue 2, PP.21–31.
- Chang Shao-Chi, Chen Sheng-Syan, Hsing Ailing, Huang Chia Wei,(2007). "Investment Opportunities, Free Cash Flow, and Stock Valuation Effects of Secured Debt Offerings", Review of Quantitative Finance and Accounting. Vol 28 Issue 2, PP. 123-145.
- Chen Sheng-Syan, Chung Tsai-Yen, Chung Ly-Inn, (2001),"Investment Opportunities, Free Cash Flow and Stock Valuation Effects of Corporate Investments: The Case of Taiwanese Investments in China", Review of Quantitative Finance and Accounting, Vol. 16 Issue 4, PP. 299-310.
- Chen, Sheng-Syan; Fu, Kuei-Chin, (2011)" An Examination of the Free Cash Flow and Information/Signaling Hypotheses Using Unexpected Dividend Changes Inferred from Option and Stock Prices: The Case of Regular Dividend Increases", Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, Vol. 14 Issue 3. PP. 563–600.
- Chen, Kevin C. W.; Chen, Zhihong; Wei, K. C. John,(2009)," Agency Costs of Free Cash Flow and the Effect of Shareholder

Rights on the Implied Cost of Equity Capital", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol 46 Issue 1, PP. 171-207

- Chen sheng, Wal Ho Kim,(1997)," Market Response to Product-Strategy and Capital-Expenditure Announcements in Singapore : Investment Opportunities and Free Cash Flow", Financial Management, Vol. 3 Issue 3, PP. 82-88.
- Childs, Paul D. Mauer,David C.Ott, Steven H,(2005)," Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions:The Effects of Agency Conflicts "Journal of Financial Economics., Vol. 76 Issue 3, PP. 667-690.
- Davis, James H.; Schoorman, F. David; Donaldson, Lex,(1997)," Toward a Stewardship Theory of Management ", The Academy of Management Review , vol. 22 issue 1, PP. 20-47.
- Dobbin, Frank; Jiwook Jung,(2010) ,"The Misapplication of Mr. Michael Jensen: How Agency Theory Brought Down The Economy and why it Might Again", Research in the Sociology of Organizations, Vol. 30B, PP. 29-64.
- Donaldson, Lex.,(1990), "The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory", The Academy of Management Review, Vol. 15 Issue 3, PP. 369-381.
- Doukas, John, Chansog Kim, Christons Pantzalis,(2000)." security analysis , agency costs and the company characteristics". Financial Analysts ,Journal,Vol 56 Issue 6, PP. 54-63.
- Easterbrook, Frank H, (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", The American Economic Review ,Vol. 74 issue 4, PP. 650-659.

- Eisenhardt, Kathleen M.,(1989), "Agency Theory: An Assessment and Review, The Academy of Management Review ", Vol. 14 issue 1, PP. 57-74.
- Elazar,Berkovitch, and Kim, E Han,(1990),"Financial Contracting and Leverage Induced Over- and Under-Investment Incentives",Journal of Finance, Vol. 45 Issue 3, PP. 765-94.
- Eng, L. L.Mak, Y. T.,(2003),"Corporate Governance and Voluntary Disclosure", Journal of Accounting and Public Policy,Vol. 22, Issue 4, PP. 325–345.
- Fama, Eugene F. ,(1980) "Agency Problems and the Theory of the Firm",Journal of Political Economy, Vol. 88, Issue 2, PP. 288-307.
- Fernandez,Pablo,(2013), "Cash Flow is a Fact: Net Income is Just an Opinion", Working Paper, University of Navarra - IESE Business.
- Florackis ,Chrisostomos ,(2008), "Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms". International Journal of Managerial Finance.Vol. 1 Issue 1, PP. 37-59.
- Freund, Steven; Prezas, Alexandros P.; Vasudevan, Gopala K.,(2003) ,"Operating Performance and Free Cash Flow of Asset Buyers", Financial Management (Wiley-Blackwell),Vol. 32 Issue 4, PP.87-106.
- Garg,Sam ,(2013), Venture Boards:" Distinctive Monitoring and Implications for Firm Performance",Academy of Management Review,Vol. 38, Issue1, PP. 90-108.
- Gentry, James A., David T. Whitford, Theodore Sougiannis, and Shigeo Aoki, (2002), "Do Accounting Earnings or Free Cash Flows provide a Better Estimate of Capital Gain Rates of Return on Stocks?", 2002 FMA European Conference, Copenhagen.

- Gibson ,Charles H. ,(2009)," Financial Statement Analysis", 12th ,International Edition, Cengage Learning.
- Gregory. Alan, (2005), "The Long Run Abnormal Performance of UK Acquirers and the Free Cash Flow Hypothesis". Journal of Business Finance & Accounting,Vol 32 Issue 5, PP.777-814.
- Gul F A, Tsui J S L, (2001)"Free Cash Flow, Debt Monitoring, and Audit Pricing: Further Evidence on the Role of Director Equity Ownership". Emerald Management Reviews.Vol. 2, PP. 71-84.
- Gul F.A.,(2001),"Free Cash Flow, Debt-Monitoring and Managers' LIFO/FIFO Policy Choice", Journal of Corporate Finance ,Vol. 7 Issue 4, PP. 475–492.
- Habib, Ahsan, (2011)," Growth Opportunities, Earnings Permanence and the Valuation of Free Cash Flow", Australasian Accounting Business and Finance Journal,Vol. 5 Issue 4, PP. 101-122.
- Hackel Kenneth S. , Livnat Joshua ,(1996),"Cash Flow and Security Analysis",2nth edition,Chicago,LL Irwin Professional Publishing.
- Heath, Joseph,(2009), "The Uses and Abuses of Agency Theory", Business Ethics Quarterly, Vol. 19 Issue 4, PP. 497-528.
- Hermalin, Benjamin E.; Weisbach, Michael S. FM,(1991),"The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance",Financial Management,Vol. 20 Issue 4, PP. 101-112.
- Hjelmstad M., Walmsley T., Marshall A.,(2006), "Open Market Share Repurchases in the UK : Evidence on the Agency Theory of Free Cash Flow". Applied Financial Economic Letters,Vol. 2, PP. 383-388.
- Holder, M.E., F.W. Langrehr, and J.L. Hexter,(1998)," Dividend policy determinants: An investigation of the influences of

stakeholder theory", Financial Management, Vol. 27 Issue 3, PP. 73–82.

- Hoskisson, Robert; Johnson, Richard A.; Moesel, Douglas D., (1994) " Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms: Effects of Governance, Strategy, and Performance ", Academy of Management Journal, Vol. 37 Issue 5, p1207-1251.
- Howton, Shawn D.; Howton, Shelly W.; Perfect, Steven B.,(1998),"The Market Reaction to Straight Debt Issues: The Effects of Free Cash, Flow.Journal of Financial Research. Vol. 21 Issue 2, PP. 219-228.
- Huddart, Steven ,(1993)," The Effect of a Large Shareholder on Corporate Value",Management Science, Vol. 39 issue 11, PP. 1407-1421.
- Instefjord, Norvald,(1999),"The Market for Corporate Control and the Agency Paradigm",European Finance Review, Vol. 3 Issue 1, PP. 1-22.
- Jaggi, Bikki; Gul, Ferdinand A.,(1999)," An Analysis of Joint Effects of Investment Opportunity Set, Free Cash Flow and Size on Corporate Debt Policy" Review of Quantitative Finance and Accounting, Vol. 12 Issue 4,p 371-381.
- Jensen; Michael C.; and Meckling, William H (1976), "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, Vol. 3, Issue 4, PP. 305–360.
- Jensen, Michael C. ; and Fama, Eugene F. (1983)," Separation of Ownership and Control", Journal of Law and Economics, Vol. 26 Issue 2, PP. 301-325.

- Jensen, Michael C. Smith, Clifford W.(1985)" Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory", Theory of the Firm, Vol. 1, Issue. 1, Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=173461 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.173461.
- Jensen ,Michael C.,(1983)",Organization Theory and Methodology, The Accounting Review",Vol. 58,Issue 2, PP. 319-339.
- Jensen. C. Michael, (1986)," Agency Costs of Free Cash Flow ,Corporate Finance ,and Takeovers",American Economic Review,Vol 72 Issue 2, PP. 323-329.
- Jensen. C. Michael, (1989), "The Eclipse of the Public Corporation", Harvard Business Review, Vol 67 Issue 5, PP. 61-74.
- Jensen,Michael C,(1994)," Self-Interst, Altruism, Incentives, and Agency Theory", Journal of Applied Corporate Finance,Vol. 7, Issue 2, Available at SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5566.
- Junhong, Chu,(2011), "Agency Cost under the Restriction of Free Cash Flow",Journal of Service Science & Management, Vol. 4 Issue 1, PP. 79-85.
- Lan, Luh Luh , Heracleous, Loizos, (2010) ,"Rethinking Agency Theory: The View from Law"Academy of Management Review, Vol. 35 Issue 2, PP. 294-314.
- Lang, Larry H. P.; Stulz, René M.; Walkling, Ralph A. ,(1991),"A Test of The Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns",Journal of Financial Economics, Vol. 29 Issue 2, PP. 315-336.

- Lehan A ,and Poulsen A,(1989),"Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions", The Journal of Finance,Vol. 44 Issue 3, PP. 771–787.
- MacKinlay, A. Craig. ,(1997),"Event Studies in Economics and Finance ", Journal of Economic Literature, Vol. 35 Issue 1, PP.13-39.
- Mcknight P.,and Weir C., (2009). "Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis", Quarterly Review of Economics and Finance,Vol.49 Issue 2, PP. 58-135.
- Mills, John, Bible,Lynn, Mason, Richard,(2002), "Defining Free Cash Flow",CPA Journal,Vo.72 Issue 1, PP. 36-41.
- Mikkelson, Wayne H.; Partch, M. Megan. (2003), "Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance? "Journal of Financial & Quantitative Analysis, Vol. 38 Issue 2, PP. 275-294. Modiglian ,Franco ,Merton H. Miller,(1961),"Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", The Journal of Business,Vol. 34 Issue 4, PP.411–433.
- Min, J. H., and Prather, L. J., (2001)," Tobin's Q, Agency Conflicts, and Differential Wealth Effects of International Joint Ventures",Global Finance Journal,Vol 12 Issue 2,PP. 267-283.
- Modiglian ,Franco ,Merton H. Miller,(1958),"The Cost of Capital, Corporate Finance and The Theory of Investment". American Economic Review,Vol. Issue , 48, PP. 261-297.
- Modiglian ,Franco ,Merton H. Miller,(1961),"Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", The Journal of Business,Vol. 34 Issue 4, PP.411–433.

- Modiglian ,Franco ,Merton H. Miller ,(1963)," Corporate Income Taxes and the Cost of Capital, A Correction", American Economic Review, Vol. 53 Issue 3 , PP.433-443.
- Morck, Randall, Shleifer, Andrei, Vishny, Robert W,(1988),"Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis",Journal of Financial Economics, Vol. 20 Issue1, PP. 293-315.
- Murphy,K. J.,(1985),"Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis',Journal of Accounting and Economics, Vol. 7 Issues 1-3, PP. 11-42.
- Myers, Stewart C ,(1977),"Determinants of Corporate Borrowing",Journal of Financial Economics,Vol 5 Issue 2, PP. 147-175.
- Parvaei, Akbar; Farhadi, Soran.,(2013)" The Ability of Explaining and Predicting of Economic Value Added (EVA) versus Net Income (NI), Residual Income (RI) & Free Cash Flow (FCF) in Tehran Stock Exchange (TSE)",International Journal of Economics & Finance. Feb, Vol. 5 Issue 2, PP. 67-77.
- Pinkowitz, L. , R. Williamson ,(2002), What is a Dollar Worth? The Market Value of Cash Holdings, Working Paper, Georgetown University, Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=355840 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.355840.
- Pinkowitz,Lee;Stulz,Ren;WillIamson,Rohan.(2006),"Does The Contr ibut-
ion of Corporate Cash Holdings and Dividendsto Firm Value Depend on Governance? A Cross-Country Analysis." Journal of Finance., Vol. 61 Issue 6, PP. 2725-2751.

- Prinsloo, Frans; Rosenberg, David,(2004), "Free Cash Flow: A panacea of Financial Analysis?", Accountancy SA, Financial Analysis. PP. 12-15.
- Raheja,Charug.,(2005),"Determinants of Board Size and Compositio n A Theory of Corporate Boards", Journal of Financial & Quantitative Analysis, Vol. 40 Issue 2, pp.283-306.
- Rettl ,Daniel A.,(2012), "Growth Opportunities, Cash Holdings and Payout Policy", Working Paper, Vienna Graduate School of Finance, Available at http://www.clsbe.lisboa.ucp.pt/ resources/Documents/PROFESSORS/ Paper %20 Professores/Rettl_GrowthCash2012.pdf
- Roll, Richard,(1986)," The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", Journal of Business. Vol. 59 Issue 2, p197-216.
- Rose, C., (2007)," Can Institutional Investors Fix the Corporate Governance Problem? Some Danish Evidence." Journal of Management and Governance, Vol. 11 Issue4, pp. 405-428
- Scharfstein, David,(1988)," The Disciplinary Role of Takeovers ",Review of Economic Studies, Vol. 55 Issue 2, pp. 99-185.
- Schweser,Kaplan,(2008),"Free Cash Flow Valuation" Reference to CFA Institute Assigned Reading #42, Available at http://homes.ieu.edu.tr/hbaklaci /itf414/ valuati /valuationnotes1.pdf
- Shapiro, Susan P,(2005)," Agency Theory" Annual Review of Sociology, Vol. 31 Issue 1, PP. 263-284.
- Shleifer, Andrei, and Vishny Robert W,(1986),"Large Shareholders and Corporate Control",Journal of Political Economy, Vol. 94, Issue 3, PP. 461-488.

- Smith Jr., Clifford W.; Warner, Jerold B,(1979),"On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants", Journal of Financial Economics,Vol. 7 Issue 2, PP. 117–161.
- Stulz, René M ,(1990),"Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", Journal of Financial Economics, Vol. 26 Issue 1, PP. 3–27.
- Stulz; R., and H. Johnson,(1985), An analysis of secured debt, Journal of Financial Economics, vol. 14 issue 4, PP. 501-521.
- Subramanyam K.R. and Wild, J.,(2009), "Financial Statement Analysis" ,10th , International Edition, McGraw-Hill/Irwin.
- Szewczyk, Samuel H. Tsetsekos, George. P. , Zantout, Zaher, (1996). The Valuation of Corporate R&D Expenditures: Evidence from Investment Opportunities and Free Cash Flow. Financial Management.vol 25 Issue1, PP. 105-110.
- Titman, Sheridan ,Wessels, Roberto,(1988),"The Determinants of Capital Structure Choice", The Journal of Finance, Vol. 43 Issue. 1, PP. 1-19.
- Tseng Tzu-Yun, (2012)." Impact on Agency Problems of China's Reform of the Split-Share Structure". Emerging Markets Finance and Trade, Vol. 3,PP. 35-44.
- Utami, Siti Rahmi; Inanga, Eno L.,(2011), "Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia" European Journal of Economics , Finance & Administrative Sciences, Issue 33, PP. 7-24.
- Wang George Yungchih, (2010). "The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance", J. Service Science & Management, Vol 3 Issue 4, PP. 408-418.

- Watts, Ross L., Zimmerman, Jerold L,(1978), "Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards", The Accounting Review, Vol. 53 Issue 1, PP. 112-134.
- Weiss, Neil S.; Yang, James G. S.,(2007)," The Cash Flow Statement: Problems with the Current Rules ",CPA Journal,Vol. 77 Issue 3, PP. 26-31.
- Wolfe, Joseph ,Sauaia, Antonio Carlos Aidar,(2003),"The Tobin q as a Business Game Performance Indicator" Simulation & Gaming, Vol. 36 Issue 2, PP. 238-249.
- Zajac, E.J., and J.D. Westphal,(2002) ," Intraorganizational Economics", In J. A. C. Baum (Ed.) Companion to Organizations, Oxford,UK,Blackwell.PP.223-225.
- Zhang ,Yilei.,(2009)," Are Debt and Incentive Compensation Substitutes in Controlling the Free Cash Flow Agency Problem?", Finanial Managment, Vol 38,Issue 3, PP. 507-541.
- Zurigat, Ziad,(2009), "Pecking Order Theory, Trade-Off Theory and Determinants of Capital Structure : Empirical Evidence from Jordan", Doctoral Theses, Heriot-Watt University.

وردت خالية من المصدر

الملاحق

ملحق رقم (1): أسماء الشركات التي تكونت منها عينة الدراسة

الرقم	اسم الشركة
1	الشرق الأوسط للصناعات الدوائية
2	الأردنية لإنتاج الأدوية
3	الحياة للصناعات الدوائية
4	فيلادلفيا للصناعات الدوائية
5	دار الدواء للتنمية والاستثمار
6	المركز العربي للصناعات الدوائية
7	المتكاملة للمشاريع المتعددة
8	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية
9	الصناعات البيتروكيميائيه
10	الصناعات الكيمياوية الأردنية
11	العالمية الكيمياوية
12	الوطنية لصناعة الكلورين
13	الموارد الصناعية الأردنية
14	مصانع الأوراق والكرتون
15	الإقبال للطباعة والتغليف
16	شركة الاتحاد للصناعات المتطورة

17	الشركة الوطنية للدواجن
18	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار
19	دار الغذاء
20	الأولى للزيوت النباتية
21	الألبان الأردنية
22	الاستثمارات العامة
23	العالمية للزيوت
24	الاتحاد للسجائر
25	الإقبال للاستثمار
26	حديد الأردن
27	لوطنية لصناعة الألمنيوم
28	ترفكو
29	الاسمنت الشمالية
30	العامة للتعدين
31	العربية لصناعة الألمنيوم
32	مناجم الفوسفات
33	الاسمنت الأردنية
34	البوتاس العربية

الباطون الجاهز	35
رم علاء الدين	36
المواسير المعدنية	37
القدس الخرسانية	38
أساس الخرسانية	39
الأردنية للأنابيب	40
الجنوب للفلاتر	41
جوايكو	42
مسك الاردن	43
العربية الكهربائية	44
الكابلات المتحدة	45
الوطنية للكوابل	46
الزي لصناعة الألبسة	47
النساجون العرب	48
الألبسة الأردنية	49
الأجواخ الأردنية	50
عقاري للصناعات	51
الخزف الأردنية	52

53	الاستشارية الاستثمارية
54	البلاد للخدمات الطبية
55	مستشفى ابن الهيثم
56	الدولية للاستثمارات الطبية
57	الاتحاد التعليمية
58	الإسراء التعليمية
59	البتراء التعليمية
60	فيلادلفيا التعليمية
61	الزرقاء التعليمية
62	الدولية التعليمية
63	الشرق للمشاريع
64	الدولية للفنادق والأسواق
65	وادي الشتاء
66	الفنادق والسياحة
67	الركائز للاستثمار
68	العربية الدولية للفنادق
69	النموذجية للمطاعم
70	التجمعات للمشاريع السياحية

البحر المتوسط للاستثمارات	71
زارة للاستثمار	72
النقليات السياحية الأردنية	73
الأردنية للاستثمار والنقل السياحي	74
المقايضة	75
الملكية الأردنية	76
الفاتحون العرب	77
مسافات	78
رم للنقل والاستثمار	79
الخطوط البحرية الوطنية	80
السلام الدولية للنقل	81
الاتصالات الأردنية	82
الرأي	83
الدستور	84
الكهرباء الأردنية	85
كهرباء محافظة اربد	86
مصفاة البترول	87
انجاز للاستثمار	88

89	المتخصصة للتجارة والاستثمار
90	بندار للتجارة والاستثمار
91	اوفتك القابضة
92	الجنوب للالكترونيات
93	نوبار للتجارة
94	المتكاملة للتأجير التمويلي
95	الأسواق الحرة
96	المركز الأردني للتجارة
97	أفاق للطاقة
98	التسهيلات التجارية

Abstract

Alzyadat, Safwan Abed Alkreem, " Agency Costs of Free Cash Flows and Its Impact on the Performance and Value of a company : An Empirical study on Companies Listed on The Amman Stock Exchange"Master Thesis in Yarmouk University, 2014, (Supervised by Prof. Dr Mishiel Said Suwaidan)

The main objective of this study were to investigate the relationship between Free Cash Flow (FCF) and agency cost (AC), and how FCF and AC influence firm performance and value. The sample of the study included (98) companies listed on the Amman Stock Exchange (ASE) during the period (2011-2012). Three proxies were used to measure AC (Total Assets Turnover, Operating Expense Ratio, Selling General, and Administrative Expenses Ratio), and the study used multiple regression to Analyze the data.

The study found that there is a significant and negative relationship between FCF and AC, and that the increase of FCF leads to minimize AC. The study also found the existence of a significant and negative relationship between AC and the firm's performance. Furthermore, the

study found a significant and positive relationship between FCF and the firm's value as measured by Tobin's Q. The study recommended that companies listed on the ASE must closely monitor their AC and FCF.

Keywords: Agency Theory, Free Cash Flows, Agency Costs, Firm Performance, Firm Value.